

SALGSMODNING

Med henblik på at øge interessen for
og værdien af virksomheden

*Ved Partner i Advizer Søren Nørkjær og
Professor ved CBS Thomas Plenborg*

**Salgsmodning
med henblik på at øge interessen for
og værdien af virksomheden**
© Forening af Statsautoriserede Revisorer

Omslag, grafisk design og tryk: BookPartnerMedia
Printed in Denmark 2009

ISBN 978-87-619-2554-1

1. Baggrund for salgsmodning

Nærværende notat har til formål at indføre læseren i begrebet Salgsmodning. Fokus er i særlig grad på salgsmodningstiltag, der øger interessen for og værdien af virksomheden.

En lang række danske virksomheder står overfor et generationsskifte inden for de nærmeste år. Enkelte analyser peger på et behov for flere tusinde virksomhedsoverdragelser om året, men det skal dog erkendes, at en lang række af disse virksomheder er meget små og derfor næppe forventes at blive solgt. Hvis man ser på målgruppen for dette notat – virksomheder med op til 200 – 300 ansatte – er et skøn over antallet af virksomhedsoverdragelser betydeligt mindre – givetvis under tusinde og formentlig blot nogle hundrede hvert år.

En stor del af denne type virksomheder blev tidligere generationsskiftet inden for familien, og der var derfor ikke samme fokus på, om virksomheden kunne sælges til tredjemand, hvad markedsværdien af virksomheden var osv. I dag må det konstateres, at kun en meget lille andel af virksomheder i målgruppen finder deres næste ejer i familien. Dette kan skyldes næste generations manglende interesse i en overtagelse, men kan også skyldes det forhold, at konkurrencen i dag er så hård i de fleste brancher, og at ændringer i markedsforskel sker så hyppigt, at der i dag kræves langt flere kvalifikationer for at eje og drive en virksomhed. Og i det lys synes mange at nå til den konklusion, at den rette fremtidige ejer findes uden for familien.

Denne udvikling har i modsætning til tidligere skabt stor fokus på begrebet salgsmodning. Som eksempler på salgsmodningstiltag kan nævnes tiltag, som minimerer afhængigheden af ejer (sælger), forbedrer den juridiske og økonomiske dokumentation, optimerer anvendelsen af den investerede kapital, øger vækstmulighederne samt reducerer afhængigheden af en eller få kunder/leverandører.

Det er samtidig klart, at de virksomheder, som ikke salgsmodnes, vil få vanskeligt ved at opnå en tilfredsstillende pris eller i værste fald risikerer ikke blive solgt, hvilket naturligvis ikke er hensigtsmæssigt, dersom ejeren har væsentlige midler bundet i virksomheden.

1.1. Interessenterne i salgsmodning

Virksomhedsejere har den primære interesse i salgsmodning, idet den værdiudvikling, der sker gennem en salgsmodning, kommer ejerne til gode. For en stor del af de virksomheder, der er målgruppen for dette notat, er der stor grad af sammenfald mellem ejerskab og lederskab. De fleste virksomheder i målgruppen er ejerledet, hvorved det operationelle ansvar for den daglige drift såvel som for ejerskabets langsigtede strategi for værdioptimering håndteres mere eller mindre af samme person. Dette miks af kortsigtede og langsigtede problemstillinger kan være en udfordring at overkomme på samme tid for samme person, og det er

derfor, at især bestyrelsens rolle kan blive afgørende i forbindelse med salgsmo-
dning. Ofte bør det måske endda være bestyrelsen, der initierer salgsmo-
dning – en af bestyrelsens væsentligste opgaver er jo netop at øge værdien af virksomhe-
den.

Hvis man betragter målgruppen af virksomheder, hvor salgsmo-
dning vil være central, vil en stigende – men stadig begrænset - andel have etableret en mere el-
ler mindre professionel bestyrelse. Men da revisoren i en stor del af virksomhe-
derne spiller en aktiv rolle som rådgiver for ejeren, er det derfor meget naturligt,
at salgsmo-
dning også er en disciplin, revisor bør have indsigt i og som led i sin
kunderådgivning kan vejlede om. En korrekt og rettidig rådgivning af kunden
kan ofte skabe værdi, der mere end matcher de værdier, revisors øvrige kunderåd-
givning skaber. Både revisor og bestyrelse vil derfor ofte være aktive i at initiere
og overvåge en salgsmo-
dning. Den praktiske implementering heraf vil imidlertid
ofte involvere rådgivere som ledelses- og strategikonsulenter, jurister og corporate
finance rådgivere afhængig af behovet. Endelig kan man anføre, at kapitalfonde-
ne har en aktiv rolle inden for salgsmo-
dning. Deres funktion er bla. at salgsmo-
dne opkøbte virksomheder – ofte sammen med den tidligere ejer – for at forberede
dem til endnu et salg om 4 – 7 år.

1.2. Salgsmo- dning er en naturlig del af virksomhedens løbende udvikling

Mange virksomhedsejere og deres bestyrelser er formentlig af den opfattelse, at
salgsmo-
dning er en disciplin, der gennemføres umiddelbart forud for et salg. An-
dre har måske den opfattelse, at man skal arbejde med salgsmo-
dning i et par år
før et salg.

Selvom sidstnævnte holdning er at foretrække frem for den første, er den imid-
lertid ikke optimal. Dette skyldes, at mange virksomhedsejere erfarer, at de ikke
selv kontrollerer salgstidspunktet, og derfor ikke kender tidspunktet for, hvornår
„der er et par år til salget.“

Globalisering og hastigheden af branchestruktureringer øger ofte kravet til kri-
tisk masse i den enkelte virksomhed. Vækst løser ofte denne udfordring, men i
mange tilfælde er organisk vækst ikke tilstrækkelig. Derfor bliver køb af virksom-
heder en aktiv del af mange virksomheders strategi. Og som det er meningen med
strategier, implementeres de, og det betyder, at køberne udvælger mulige op-
købskandidater og kontakter disse.

En sådan kontakt fra en køber er ikke nødvendigvis, men kan være, starten til
at få solgt virksomheden bedst muligt. Derfor er det vigtigt, at virksomheden er
salgsmo-
dnet og er klar til at håndtere en sådan kontakt. Dels for at opnå den
bedste pris på virksomheden, men også fordi en manglende salgsmo-
dning kan
betyde, at køber finder virksomheden uinteressant og i stedet køber en konkur-
rent. Derfor - hvis en determineret køber ønsker at etablere sig i en given geo-
grafi, en given branche, erhverve en given teknologi eller lignende, vil et sådant
opkøb ofte ændre konkurrencesituationen i den givne geografi, branche mv. gan-
ske betydeligt. En manglende salgsmo-
dning kan således resultere i dels, at en

gunstig salgsmulighed forpasses, dels at konkurrencesituationen efterfølgende bliver forværret med yderligere værditab til følge.

Dette illustrerer, at virksomhedsejere ikke altid på forhånd ved, hvornår det er vigtigt at være salgsmodnet, og deraf følger konklusionen, at virksomheder altid bør være modnet til salg.

1.3. Notatets struktur

Notatet er struktureret som følger. I kapitel 2 bliver begrebet salgsmodning defineret og relevansen heraf begrundes. I den forbindelse fremhæves særligt to forhold. Det ene forhold knytter sig til at gøre virksomheden salgbar, det vil sige at få flere potentielle købere til at interessere sig for virksomheden (omsættelighed). I kapitlet diskuteres derfor begrebet omsættelighed og tiltag, der kan foretages med henblik på at øge omsætteligheden. Det andet forhold knytter sig til værdiskabelsen i virksomheden, herunder hvilke faktorer virksomhederne kan arbejde med for at sikre den bedst mulige værdi på salgstidspunktet. I kapitlet diskuteres derfor også de mest gængse metoder, der anvendes til værdiansættelse af virksomheder. Formålet er at udlede de faktorer (value drivers), der i særlig grad influerer på værdierne i virksomheden. Ved at udlede disse faktorer kan salgsmodningsprocessen målrettes mod optimering af disse value drivers.

I kapitel 3 gennemgås otte områder, hvor en virksomhed kan salgsmodnes. De otte områder, som benævnes Værdifaktorer, ridser en række faktorer op, som virksomheden skal forholde sig til, herunder i hvilket omfang der måtte være behov for konkrete salgsmodningstiltag. Dette vil typisk være tilfældet, hvis der kan foretages en række tiltag med henblik på yderligere optimering, hvilket vil sige tiltag, som kan foretages for at øge omsætteligheden og værdien af virksomheden. I notatet skelnes der mellem eksterne og interne værdifaktorer. De eksterne værdifaktorer er omverdensforhold, der bla. influerer på virksomhedens konkurrencesituation, og som beskriver de markedsforhold, hvorunder virksomheden konkurrerer. De eksterne værdifaktorer er forhold, som virksomheden ofte ikke har direkte indflydelse på at påvirke, men hvor analysen af de eksterne værdifaktorer gerne skal vise, hvor dygtig den har været til at udnytte de muligheder, der ligger i markedet, samt hvor stærkt virksomheden står i forhold til konkurrenterne.

De interne værdifaktorer er forhold som virksomheden i sagens natur har væsentlig større indflydelse på. De interne værdifaktorer har til formål at vise, hvor hensigtsmæssigt virksomheden er drevet for at kunne udnytte de muligheder, markedet og konkurrencesituationen giver. Fælles for en analyse af både de eksterne og interne forhold er, at analysen foretages med særlig sigte på salgsmodning af virksomheden. I forbindelse den interne analyse er der derfor fokus på, om virksomheden eksempelvis har identificeret nøglemedarbejdere og metoder til fastholdelse af disse, hvilket vil være centralt ved et salg af virksomheden.

I kapitel 4 gennemgås de tre trin i selve salgsprocessen: forberedelse, kontakt til potentielle købere og gennemførsel af salget. Fokus i beskrivelsen af salgsprocessen er på de tiltag, der kan foretages for at sikre sælger de bedst mulige vilkår ved

et virksomhedssalg. Der argumenteres for, at bliver salgsprocessen grebet rigtigt an, kan den påvirke den endelig salgspris og øvrige vilkår positivt.

Kapitel 5 omhandler 'salgsmodning' af ejeren. Kapitlet adresserer tre problemstillinger. Først diskuteres nogle af de tiltag, ejer kan foretage for at blive personligt afklaret omkring virksomhedens fremtidige ejerstruktur, herunder et eventuelt salg. Dernæst beskrives nogle af de overvejelser, ejer bør gøre sig før et egentlig salg, herunder om en transaktion skal ske til afhængig part (familie) eller uafhængig part (arm length). Endelig beskrives nogle af de aspekter, ejer bør forholde sig til efter et salg, herunder placering af provenu, testamente og skattemæssige forhold.

2. Definition af salgsmodning – omsættelighed og værdi

I dette kapitel fastlægges begrebet salgsmodning og to af de centrale elementer, der indgår i definitionen, virksomhedens omsættelighed og værdi, bliver belyst mere indgående.

2.1 Definition af begrebet salgsmodning

Forfatterne bekendt eksisterer der ikke nogen fastlagt definition af begrebet Salgsmodning.

Forfatterne har valgt følgende definition af begrebet:

„Salgsmodning er udtryk for de tiltag, der gennemføres frem til salgstidspunktet med henblik på at optimere vilkårene for et salg, herunder i særlig grad at øge omsætteligheden og værdien af virksomheden.“

Der ligger i denne definition, at salgsmodning af virksomheden har til formål at gøre den mere salgbar (omsættelig), dvs. at potentielle køberes interesse for virksomheden øges, ligesom værdien optimeres. Ofte vil der være sammenfald mellem omsættelighed og værdi. Fører salgsmodningen til en øget interesse for virksomheden via en bredere køberkreds, vil det reducere likviditetsrabatten (discount), der foretages ved værdiansættelse af specielt noterede virksomheder, hvilket vil påvirke værdien positivt. Salgsmodning er således summen af de tiltag, der skaber en øget interesse for og værdi af virksomheden.

2.2. Virksomhedens omsættelighed og værdi

Som det fremgår af vor definition af salgsmodning, indgår begrebene 'omsættelighed' og 'værdi'. For at give læseren en forståelse af disse begreber, vil de i det efterfølgende blive diskuteret. Først gennemgås begrebet omsættelighed efterfulgt af

- a. en opridsning af de værdiansættelsesmetoder, der anvendes i praksis og
- b. en udledning af de faktorer, der influerer på værdien af virksomheden (value drivers).

Udover at få en indsigt i de to begreber, vil gennemgangen også tjene som inspiration til de salgsmodningstiltag, der forslås senere i notatet, der netop har til hensigt at øge interessen for og værdien af virksomheden.

2.3. Omsættelighed

Ved omsættelighed forstås i denne sammenhæng, at der er en eller flere købere til en virksomhed.

Det følger heraf, at omsættelighed er et centralt begreb ved salgsmodning, for

uden købere vil der ikke kunne gennemføres et salg. For især mindre virksomheder spiller omsættelighed en central rolle, da det ofte kan være svært at finde købere til disse virksomheder.

Som der blev redegjort for i forbindelse med definitionen af salgsmodningsbegrebet, vil en øget interesse for virksomheden medføre en række afledte fordele for ejerne, herunder at,

- Sandsynligheden for at kunne sælge virksomheden øges
- Likviditetsrabatten reduceres
- Værdien af virksomheden øges

For at øge antallet af potentielle købere til en virksomhed kræver det et indgående kendskab til de aktører, der kunne tænkes at være interesseret i virksomheden herunder at forstå deres motiv for et opkøb. Inden for afsætningslitteraturen beskrives virksomheders generelle indkøb som en kompliceret og tidskrævende proces:

„Organizational buying behavior is a complex *process* (rather than a single, instantaneous act) and involves many persons, multiple goals, and potentially conflicting decision criteria. It often takes place over an extended period of time, requires information from many sources, and encompasses many interorganizational relationships“.¹

I dag er køberfeltet ikke indsnævret til aktører i branchen (industrielle købere). Der er således sket en kraftig stigning i antallet af finansielle købere de sidste 10-15 år, hvilket øger køberfeltet betydeligt.

Set ud fra en praktisk synsvinkel vil køberne til virksomhederne i målgruppen for dette notat kunne opdeles i tre grupper:²

Industrielle købere: Hermed forstås eksisterende virksomheder – typisk inden for samme eller beslægtet branche – der ønsker at gennemføre et opkøb for at realisere en strategi, virksomheden har valgt. Købet indbefatter tillige ofte en række synergier mellem køber og den købte virksomhed.

Finansielle købere: Hermed forstås kapitalfonde, investeringsselskaber mv., der ønsker at gennemføre opkøb med henblik på videreudvikling og et senere salg – alt med det formål at sikre højest mulig forrentning ud fra et defineret risikoniveau af den kapital, fonden eller investeringsselskabet har fået stillet til rådighed af sine investorer. Disse transaktioner betegnes ofte LBO (Leveraged Buy Out).

Arbejdende købere: Hermed forstås privatpersoner, der ønsker at gennemføre et opkøb for gennem egen ledelse af virksomheden at få en interessant og udfordrende beskæftigelse. Denne type er også drevet af ønsket om at skabe økonomiske værdier, som sjældent lader sig realisere ved en alternativ beskæftigelse som lønmodtager. Nogle har en lang ejerhorisont – andre ønsker at udvikle/lave turn around og herefter sælge igen. Disse transaktioner betegnes ofte MBO (Manage-

1 Bidrag fra bogen 'Marketing: A critical perspectives on business and management', 2001, page 138, redigeret af Michael J. Baker.

2 Af andre exit muligheder kan også nævnes børsnotering. Denne mulighed vurderer vi dog ikke som værende relevant for langt de fleste virksomheder.

ment Buy Out – eksisterende ledelses køb af virksomheden) eller MBI (Management Buy In – ekstern ledelses køb af virksomheden).

Både industrielle spillere, finansielle spillere og arbejdende købere har som overordnet målsætning at erhverve en virksomhed med henblik på at øge aktieværdien. Motiverne for opkøb af en virksomhed kan imidlertid være forskellige. Nedenfor er listet en række motiver til opkøb:

- konsolidering af branchen
- erhvervelse af særlige kompetencer/teknologier
- adgang til nye markeder/kunder
- adgang til en lukrativ forretning
- optimering af forretningen (omkostnings- og salgssynergier)
- ændring af den økonomiske udvikling (turn around)
- virksomheden forekommer undervurderet
- udvikling af virksomhedens omsætning og indtjening
- osv.

For de industrielle spillere er det ofte ønsket om at opnå synergier, udvide produktsortimentet eller etablere sig på nye markeder, der er den bagvedliggende årsag til et opkøb. Finansielle købere har ofte ikke de samme muligheder for at opnå synergier og vil derfor være drevet mod virksomheder, der har en god indtjening, men synes undervurderet, eller hvor der ligger et betydeligt udviklingspotentiale (fx konsoliderings- eller turn around cases).

Ofte vil man se køberprofilerne optræde i en kombination. Ofte vil den Arbejdende købers køb skulle ske sammen med en Finansiell køber for at kunne etablere det fornødne finansielle beredskab. Mange Industrielle købere er tillige erjet af Finansielle købere – og endelig er en del af den kapital, som de Finansielle disponerer over ofte stillet til rådighed af Industrielle aktører.

Da det næppe er et mål i sig selv at drive virksomheden mod behovet for en turn around, vurderes den største omsættelighed at kunne opnås ved vedvarende at drive sin virksomhed så effektivt som overhovedet muligt *uanset type af købere*. Derved bliver potentialet for virksomheden synliggjort, og det dokumenteres, at potentialet lader sig omsætte til økonomiske fordele. Endvidere vil det påvirke omsætteligheden positivt, hvis virksomheden under hensynstagen til sin konkurrencesituation er transparent omkring dens drift og økonomiske forhold. Jo mere gennemsigtig virksomheden er omkring dens potentiale og økonomiske forhold, desto større interesse vil der være for virksomheden og jo mindre må købers transaktionsomkostninger også forventes at blive.

2.4. Værdiansættelse af virksomheder

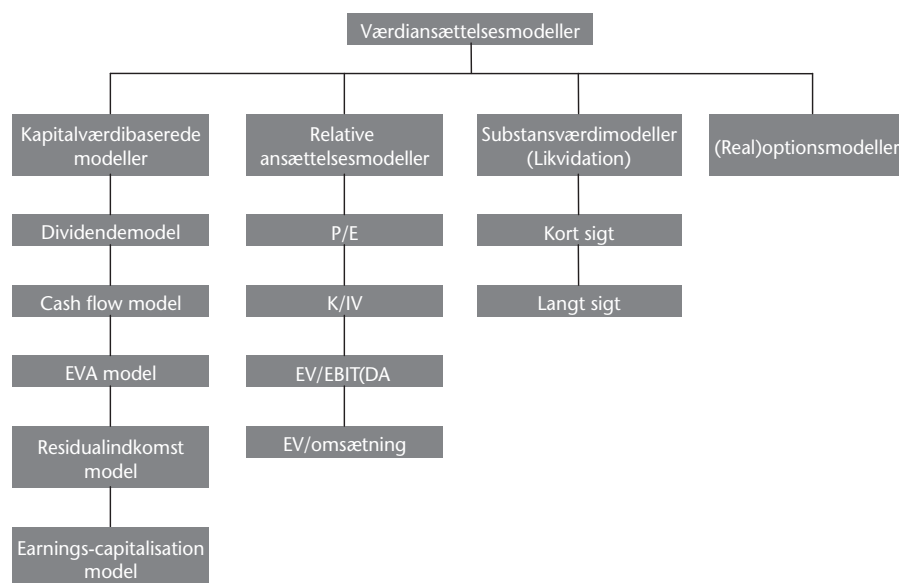
I forbindelse med salgsmodning af en virksomhed spiller værdiansættelsen en central rolle. Ultimativt bliver virksomheden værdiansat på salgstidspunktet, og denne værdi vil i væsentligt omfang influere på den pris, køber og sælger ender med at aftale. Det er derfor centralt, at virksomhedsejere i forbindelse med salgs-

modning af virksomheden har forståelse for de faktorer, der influerer på værdien af virksomheden. Derved bliver det muligt mere målrettet at salgsmodne virksomheden, så den bedst mulige pris opnås.

I det følgende vises indledningsvist de metoder, virksomheder kan værdiansættes efter, og der redegøres for de metoder, som hyppigst anvendes i praksis. Med udgangspunkt i de mest anvendte metoder til værdiansættelse vises det, hvilke faktorer, der influerer på værdien af en virksomhed, og som ejere følgelig skal have særlig fokus på ved salgsmodning af virksomheden.

2.4.1. Metoder til værdiansættelse af virksomheder

Til vurdering af en virksomheds værdi findes der grundlæggende fire metoder til værdiansættelse af virksomheder. Disse er vist nedenfor:



Kapitalværdibaserede modeller er kendetegnet ved, at man tilbagediskonterer en fremtidig indtjeningsstrøm. Det vil sige, at værdien i høj grad er baseret på forventninger til den fremtidige indtjening. Diskonteringsfaktoren, som anvendes til at tilbagediskontere den fremtidige indtjening, er bestemt ud fra den risikofrie rente (tidsværdien af penge) og risikoen ved den specifikke investering. En højere risiko medfører alt andet lige en lavere værdi.

Den relative værdiansættelsesmetode bestemmer værdien ved en kombination af, hvad sammenlignelige virksomheder bliver handlet til og hvad virksomhedens forventede 'normale' indtjening er.³ Metoden er dermed fremadrettet, som det også er tilfældet med DCF modellen, og lægger vægt på nogle af de samme forhold.

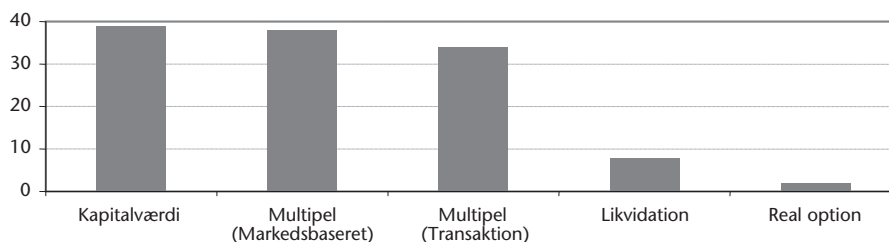
³ Ved normalindtjening forstås i denne sammenhæng, hvad en virksomhed i gennemsnit kan forvente at tjene over en konjunkturcyklus.

Substansværdien af en virksomhed findes ved at finde likvidationsværdien af aktiverne fratrasket likvidationsværdien af forpligtelserne, herunder også de forpligtelser, der ikke er indregnet i balancen. Metoden er derfor ikke fremadrettet som eksempelvis kapitalværdimetoden, men ser mere på det øjeblikkelige netto-provenu ved likvidation af aktiver henholdsvis forpligtelser. Substansværdien er minimumsværdien af en virksomhed.

Værdien af en virksomhed ud fra realoptionsmodeller findes ved at tillægge identificerbare optioner til værdiansættelsen baseret på eksempelvis kapitalværdimetoden. Mens den kapitalværdibaserede metode typisk kun værdiansætter et scenarium og ikke tillægger værdien af eksempelvis afledte investeringsmuligheder, vil realoptionsmodeller tage højde for sådanne forhold.⁴

I en dansk undersøgelse⁵ af, hvorledes rådgivere og investorer (private equity fonde) værdiansætter unoterede virksomheder, svarer hovedparten af respondenterne, at de bruger både kapitalværdibaserede modeller og relative værdiansættelsesmodeller (multipler). Ud af 42 respondenter svarer 39, at de anvender kapitalværdibaserede modeller, og 38, at de anvender multipler. Ofte benyttes begge metoder ved værdiansættelse af virksomheder. Multipler, som er markedsbaseret, er baseret på, hvad sammenlignelige børsnoterede virksomheder handles til i forhold til eksempelvis en overskudskrone. Multipler, som er transaktionsbaseret, er baseret på, hvad sammenlignelige unoterede virksomheder handles til i forhold til eksempelvis en overskudskrone.

Hvilke hovedgrupper af værdiansættelsesmodeller benyttes i forbindelse med værdiansættelse af unoterede virksomheder?



Substansværdimetoden (likvidationsværdien) anvendes af kun otte respondenter, mens realoptioner stort set aldrig anvendes. Det vil sige, at kapitalværdibaserede modeller og relative værdiansættelsesmodeller, er de teknikker, virksomheder oftest bliver værdiansat efter. Med udgangspunkt i disse to metoder redegøres der i det følgende, hvad som driver værdien i en virksomhed.

⁴ I praksis vil der dog ofte blive taget højde for sådanne strategiske optioner ved værdiansættelse baseret på kapitalværdibaserede modeller. Der sker ved, at der i beslutningsgrundlaget vil blive gjort rede for de afledte strategiske fordele og ulemper, som blot ikke er indregnet i værdiestimatet.

⁵ Petersen, Plenborg og Schiøler (2006), 'Issues in valuation of privately held firms, Journal of Private Equity.

2.4.2. Kapitalværdibaserede modeller

De kapitalværdibaserede modeller er teoretisk ækvivalente og giver derfor samme værdiestimat med samme budgetforudsætninger. I det følgende illustreres de kapitalværdibaserede modeller med udgangspunkt i den tilbagediskonterede cash flow model (DCF model). Metoden er uden sammenligning den af de kapitalværdibaserede modeller, der oftest bliver anvendt til værdiansættelse af virksomheder.

Under antagelse om uendelig levetid kan DCF modellen vises som:⁶

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1)$$

hvor

EV	=	Enterprise value (virksomhedens værdi på gældfri basis)
FCF	=	Frit cash flow
WACC	=	Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (weighted average cost of capital)

I praksis forekommer det overordentligt vanskeligt at budgettere i et uendeligt antal år og derfor arbejdes der stort set altid med en to-periodisk DCF model, hvor der typisk budgetteres op til 10 år, hvorefter det antages, at virksomheden vokser med en konstant sats, der tager højde for inflationen tillagt eventuel realvækst. Den to-periodiske DCF model kan vises som:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (2)$$

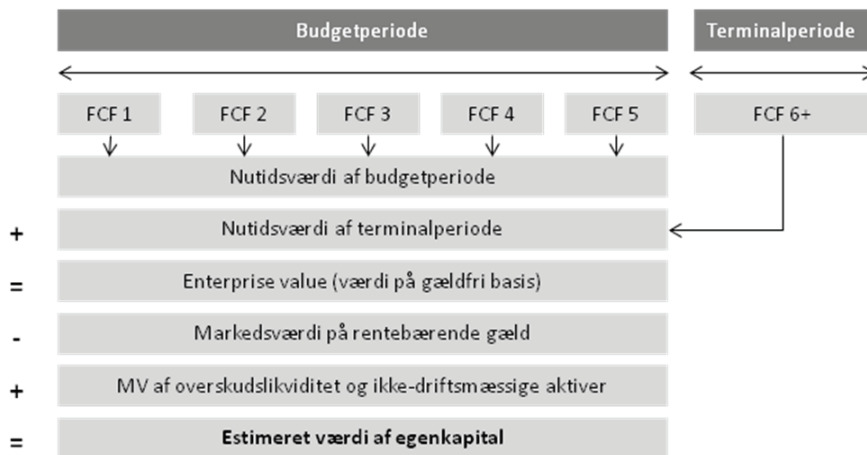
hvor

n	=	Det antal år virksomheden har en atypisk høj (lav) vækst
g	=	Vækst i det frie cash flow i terminalperioden

Ved værdiansættelse med DCF modellen estimeres værdien af virksomheden på gældfri basis. Ejere vil typisk interessere sig for, hvad den bogførte værdi af egenkapitalen kan omsættes til, hvilket kræver, at den nettorentebærende gæld fratrækkes værdien på gældfri basis.⁷ Dette er vist i følgende illustration:

⁶ I beskrivelsen af DCF modellen antages WACC at være konstant over tid. Analyse af praksis viser også, at næsten alle værdiansættelser er baseret på denne antagelse. Teoretisk vil det dog være mere korrekt at anvende en tidsspecifik WACC. Det fordrer blandt andet, at der tages udgangspunkt i rentekurven, samt at eventuelle ændringer i kapitalstrukturen og risikoen fremadrettet indarbejdes ved beregningen af WACC.

⁷ Nettorentebærende gæld opgøres som rentebærende gæld fratrukket overskydende likviditet og øvrige ikke driftsmæssige aktiver.



I eksemplet antages budgetperioden at være fem år. For at estimere værdien af egenkapitalen er det fra værdien på gældfri basis nødvendigt at fratrække markedsværdien af den rentebærende gæld og tillægge markedsværdien af overskydende likviditet og øvrige ikke-driftsmæssige aktiver.

I det følgende uddybes de enkelte komponenter i DCF modellen med henblik på at synliggøre de faktorer, der har betydning for værdien af virksomheden, herunder hvilke faktorer direkte, bestyrelse og ultimativt ejerne bør fokusere på i forbindelse med salgsmodning af virksomheden.

2.4.2.1. Frit cash flow

Det frie cash flow defineres som den pengestrøm, der er til fordeling mellem långivere og ejere og beregnes som:

Nettoomsætning	I
- Driftsomkostninger	II
= Resultat af primær drift (EBIT)	
+ Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger (fx hensættelser)	
- Betalt skat af driftsresultat	
= Driftsmæssig overskud på kontantbasis (cash earnings)	
+/- Forskydning i nettoarbejdskapital (varelagre, tilgodehavender, forudbetaling og driftsgæld)	III
= Pengestrøm fra driften	
- Investeringer i langfristede aktiver (anlægsaktiver)	IV
= Frit cash flow (til långivere og ejere) (FCF)	

Som det fremgår af definitionen af det frie cash flow til långivere og ejere (FCF), er der en række forhold (value drivers), som influerer på størrelsen af det frie cash flow. Generelt gælder det, at jo højere omsætning og jo lavere driftsomkostninger, skat, kapitalbinding i nettoarbejdskapital⁸ og investering i langfristede aktiver, desto bedre bliver det frie cash flow, og jo højere værdi vil ejer kunne opnå i forbindelse med salg af virksomheden. I realiteten vil skat ofte være en vanskelig value driver at optimere, da den er påvirket af den aktuelle selskabsskattesats. Derfor er der i den videre fremstilling alene fokuseret på de fire øvrige value drivers.

Omsætningsvækst er central for værdiansættelsen. Vækst indikerer en fremtid for virksomheden. Vækst signalerer også mulighed for vækst i indtjeningen og i det frie cash flow. Det kræver naturligvis, at væksten er lønsom. Det er derfor centralt, at ledelsen er i stand til at synliggøre det vækstpotentiale, der ligger i virksomheden, og før et egentlig salg forsøger at udnytte de lønsomme vækstmuligheder, som er i virksomheden.

En stram styring af *driftsomkostninger* vil forbedre indtjeningen og dermed det frie cash flow og vil isoleret set forøge værdien af virksomheden. Da virksomheder som udgangspunkt antages at have uendelig levetid, er det vigtigt, at virksomheden kan understøtte denne antagelse. Det kræver blandt andet, at der løbende investeres i udvikling af virksomheden, herunder i marketing og forskning og udvikling. Styring af driftsomkostninger skal derfor også ses i dette lys.

En optimering af *nettoarbejdskapitalen* vil reducere pengebindingen og dermed forbedre det frie cash flow og værdien af virksomheden. I nettoarbejdskapitalen indgår poster som varelagre, driftsafledte tilgodehavender, forudbetalinger til leverandører og driftsgæld som eksempelvis leverandørgæld, skyldig løn og forudbetalinger fra kunder. En optimering af nettoarbejdskapitalen skal naturligvis tilpasses den til enhver tid lagte strategi. Er forsynings- og leveringssikkerhed eksempelvis vigtige for kunderne, er det indenfor disse rammer, at varelageret optimeres.

En reduktion i *investering i langfristede aktiver* vil isoleret set føre til en forbedring af det frie cash flow og dermed værdien af virksomheden. Men som med driftsomkostninger er det vigtigt at blive ved med at investere i virksomhedens udvikling for at udnytte (og synliggøre) det langsigtede potentiale i virksomheden.

2.4.2.2. WACC

Den generelle formel for estimation af WACC er et vægtet gennemsnit af afkastkravet for hver type af kapitalindskydere og vises som:

$$WACC = GA \cdot kd \cdot (1-t) + EKA \cdot ke \quad (3)$$

hvor

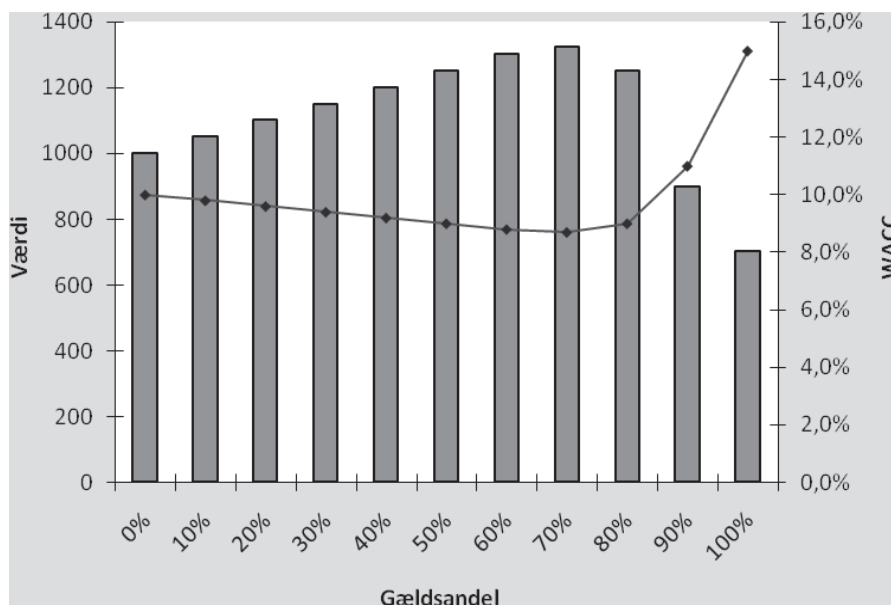
⁸ Nettoarbejdskapital defineres som varelagre tillagt tilgodehavender og forudbetalinger til leverandører fratrukket driftsgæld (leverandører, skyldig løn, forudbetalinger fra kunder osv.).

GA	=	Gældsandel (nettorentebærende gæld)
EKA	=	Egenkapitalandel
kd	=	Lånerente
t	=	Den marginal selskabsskattesats
ke	=	Ejerafkastkrav

I denne definition af WACC er kun medtaget to typer af finansiering, egenkapital og nettorentebærende gæld. En virksomheds valg af finansieringsformer kan være mere mangfoldig. Eksempler på alternative finansieringsformer er minoritetsinteresser og blandede finansieringsformer som konvertible obligationer. Hvis det er tilfældet, skal WACC udvides til også at omfatte disse finansieringsformer.

Ved fastlæggelse af WACC er der tre faktorer, som skal estimeres: valg af kapitalstruktur, lånerente (efter skat) og ejerafkastkrav.

Fastlæggelse af kapitalstrukturen vil ofte være en afvejning af den driftsmæssige risiko op imod den finansielle risiko. Virksomheder med en betydelig driftsmæssig risiko vil ofte tilstræbe en mindre finansiell risiko med henblik på at balancere den samlede risiko. Målet er at vælge den kapitalstruktur, der understøtter den lavest mulige WACC. Dette er også illustreret i nedenstående figur:



Som det fremgår af illustrationen, bliver WACC reduceret ved øget anvendelse af rentebærende gæld grundet fradragsretten på renter. Det fører samtidig til øget værdi. Dette ræsonnement holder dog kun i det omfang, at den øgede gældsætning ikke fører til finansielle problemer og risiko for konkurs. I takt med at risikoen for finansielle problemer stiger, vil det øgede afkastkrav fra både långivere

og ejere mere end opveje fordelene ved fradragsretten på renter, hvilket reducerer værdien.⁹

Køber vil typisk selv fastlægge den ønskede kapitalstruktur. Såfremt vurderingen er, at den nuværende kapitalstruktur ikke er optimal, vil køber operere med en alternativ kapitalstruktur. Målsætningen er naturligvis at få finansieret en virksomheds samlede investeringsbehov billigst muligt.

Fastlæggelse af *lånerenten* og *ejerafkastkravet* er en funktion af den risikofrie rente, der tager højde for tidsværdien af penge, og den risiko långiver og investor fastlægger. Jo større risikoen vurderes i en virksomhed, desto større bliver risikotillægget, og jo lavere bliver værdien af virksomheden.

Hvert pengeinstitut har deres måde at opgøre risikoen på, men med indførslen af Basel II er det blevet almindeligt at benytte kreditratingmodeller. Nedenfor er vist et eksempel på, hvorledes risikoen (og dermed lånerenten) opgøres med udgangspunkt i en kreditratingmodel.

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT Interest cover (x)	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1
EBITDA interest cover (x)	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3
Pengestrøm drift/total gæld (%)	84,2	25,2	15,1	8,5	2,6	-3,2	-12,9
Afkastningsgrad (%)	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1,0
EBIT/Omsætning (%)	27,0	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9
Lang gæld/investeret kapital (%)	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8
Total gæld/investeret kapital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7

Risikotillæg (rs)

Lav

Høj

I eksemplet er AAA den bedste rating og dermed det scenarium, der giver det laveste risikotillæg, mens CCC er den dårligste rating, der samtidig giver det højeste risikotillæg. Som det fremgår, er en del af de finansielle nøgletal, der indgår i kreditratingmodellen, baseret på diverse indtjeningsmål i forhold til renteomkostninger, total gæld og investeret kapital. Dermed må det forventes, at de faktorer, som fører til et forbedret FCF, også vil føre til en bedre kreditrating.

Baseret på virksomhedens rating kan lånerenten efter skat beregnes som:

$$k_d = (r_f + r_s) \cdot (1-t) \quad (4)$$

hvor

⁹ Denne fremstilling af WACC ignorerer investorskatter. I det omfang at disse inddrages, vil skattefordelen ved gæld for visse investortyper være reduceret, hvilket vil gøre WACC-kurven mere flad frem til det punkt, hvor konkursrisikoen influerer på afkastkravet.

- r_f = Risikofri rente
 r_s = Selskabsspecifikt rentetillæg
 t = Selskabsskattesats

I en dansk undersøgelse¹⁰ af praksis på området finder man, at betaværdien¹¹ og dermed risikotillægget ved fastlæggelse af ejerafkastkravet estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM) eller ved en subjektiv vurdering af de fundamentale risikofaktorer.

Grundideen i CAPM er, at investorer ved at holde en tilstrækkelig bred portefølje af aktier kun kompenseres for den risiko, der ikke kan diversificeres bort. Det er således kun den systematiske risiko (beta), der skal prissættes.

Beta vil antage værdien 1, hvis virksomheden har samme risiko som aktiemarkedet som helhed og en værdi, der er større (mindre) end 1, hvis virksomheden har større (mindre) risiko end aktiemarkedet som helhed. Som eksempler på brancher med en betaværdi på mindre end 1 kan nævnes energi-branchen. Tilsvarende er biotek- og IT-branchen kendetegnet ved betaværdier, der typisk er større end 1.

Estimation af beta ud fra fundamentale risikofaktorer sker ved en subjektiv vurdering af de driftsmæssige og finansielle risici. Jo lavere de driftsmæssige henholdsvis finansielle risici vurderes at være, desto lavere bliver beta og dermed risikotillægget, hvilket influerer positivt på værdien af virksomheden.

Baseret på om beta er estimeret ved CAPM eller ud fra en subjektiv vurdering af de fundamentale risikofaktorer, kan ejernes afkastkrav opgøres som:

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f] \quad (5)$$

hvor

- β = Beta (systematisk risiko)
 $[E(r_m) - r_f]$ = Forventet risikopræmie ved at investere i markedsporteføljen i forhold til en risikofri investering.

2.4.2.3. Terminalværdien

Da terminalværdien som regel udgør 60% - 70% af den samlede værdi, er det vigtigt at kunne dokumentere det langsigtede potentiale i virksomheden i forbindelse med et salg.

Som vist i den to-periodiske DCF model (2) kan terminalværdien beregnes som

$$\frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \quad (6)$$

¹⁰ Petersen, Plenborg og Schiøler (2006), 'Issues in valuation of privately held firms, Journal of Private Equity.

¹¹ Beta er en risikojusteringsfaktor.

Da WACC ofte antages at være den samme i såvel budgetperioden som i terminalperioden, er udfordringen at estimere FCF_{n+1} samt væksten (g). Ofte estimeres FCF_{n+1} ved at skønne over det gennemsnitlige FCF, som en virksomhed kan forventes at generere over en konjunkturcyklus. Dette estimat benævnes også normaliseret FCF. Det er derfor ikke realistisk at anvende FCF, der er opnået på toppen eller bunden af en konjunkturcyklus.

Væksten i terminalperioden er i betydeligt omfang styret af den forventede vækst i samfundsøkonomien. Det er således urealistisk at antage, at virksomheden kan vokse væsentligt hurtigere end øvrige virksomheder. Væksten i terminalperioden er baseret på, at virksomheden er i en moden fase af dens livscyklus og derfor vil være underlagt de samme vækstbetingelser og konkurrencemæssige påvirkninger som andre typer virksomheder i samme situation.

Længden af budgetperioden er derfor også influeret af, hvornår det skønnes, at væksten vil følge den generelle vækst i samfundsøkonomien. Er der således en betydelig underliggende markedsvækst i branchen, taler det for en længere budgetperiode. Er virksomheden samtidig særlig konkurrencedygtig i forhold til konkurrenterne qua nogle unikke kompetencer, vil det blot understøtte det langsigtede vækstpotentiale for virksomheden og dermed forlænge budgetperioden.

2.4.3. Den relative værdiansættelsesmetode (multipler)

Som illustreret ovenfor bliver multipler stort set altid anvendt ved værdiansættelse af virksomheder. Metoden er teknisk meget enkel at anvende. Første step er at finde prisen på en indtjeningskrone for en eller flere sammenlignelige virksomheder. Dette forhold mellem pris og indtjening kaldes også multipl. Multiplen anvendes til at gange på indtjeningen for den virksomhed, der skal værdiansættes. Antag at multiplen er 10 (hvilket vil sige, at der betales 10 kr. per indtjeningskrone), og at virksomhedens indtjening er 1 mio. kr. Da er prisen jf. den relative værdiansættelsesmetode 10 mio. kr. ($10 \cdot 1 \text{ mio. kr.}$).

Metoden er umiddelbart besnærende simpel at anvende. Imidlertid hviler metoden på en række forholdsvis restriktive forudsætninger, der skal være opfyldt, for at metoden anvendes korrekt. Det kan således påvises, at de virksomheder, der sammenlignes, skal matche på følgende kriterier:

- Vækst
- Rentabilitet
- Risiko
- Regnskabspraksis

Såfremt virksomheden, der værdiansættes, kan påvise, at den fremtidige indtjeningsvækst og rentabilitet er højere end for de sammenlignelige virksomheder, samt at risikoen er mindre, vil det føre til anvendelse af en højere multipl og dermed højere værdi. Dette er i øvrigt i overensstemmelse med de value drivers, der indgår i DCF modellen vist ovenfor. Der blev det vist, at vækst, rentabilitet og risiko (WACC) influerer på værdien af virksomheden.

2.4.4. Kontrolpræmier og likviditetsrabatter

I forbindelse med ovenstående gennemgang af metoder til værdiansættelse af virksomheder adresseres ikke, om køber overtager aktiemajoriteten eller blot en minoritetspost. Ligeledes diskuteres det heller ikke, hvor omsættelig virksomheden er. Begge forhold influerer imidlertid på værdien af en virksomhed.

Et kontrollerende ejerskab vurderes at have en større værdi end et ejerskab karakteriseret ved begrænset eller ingen indflydelse (minoritetsinteresse), da det giver køber mulighed for at påvirke driften og forretningspolitikker. Køber vil ved overtagelse af aktiemajoriteten være villig til at betale en *kontrolpræmie* i forhold til overtagelse af en minoritetspost. Såvel danske som udenlandske undersøgelser har vist, at kontrolpræmien i gennemsnit er ca. 30%.¹² De 30% er fundet ved at se på, hvad køber normalt betaler for at få kontrollen over en børsnoteret virksomhed. Køber tillægger det derfor stor værdi at få kontrol over en virksomhed.

Ved værdiansættelse af virksomheder er det vigtigt at indregne kontrolpræmien korrekt. Ved en værdiansættelse, baseret på DCF modellen, bliver kontrolpræmien typisk fundet ved, at eventuelle synergifordele indarbejdes i budgettet.¹³ En værdiansættelse inklusive synergifordele viser samtidig den maksimale pris en køber er villig til at betale. Det er derfor vigtigt, at værdiestimatet inklusive synergifordele ikke også øges med kontrolpræmien, da de indarbejdede synergifordele netop er udtryk for kontrolpræmien. Ved værdiansættelse baseret på multipler, bør kontrolpræmien kun tillægges, når værdiansættelsen sker på basis af sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Mens børsnoterede virksomheder typisk er værdiansat, så kursen per aktie afspejler værdien for en minoritetsaktionær, afspejler prisen opnået ved handel af en sammenlignelig unoteret virksomhed også kontrolpræmien.

Ligeledes ønsker købere en *likviditetsrabat* for at overtage en vanskelig omsættelig virksomhed. Det skyldes, at det oftest er forbundet med betydelige transaktionsomkostninger at konvertere en vanskelig omsættelig virksomhed til kontanter samt, at det er forbundet med en relativ større usikkerhed, hvad det endelige salgsprovenu kan forventes at blive. Ved anvendelse af DCF modellen bliver likviditetsrabatten typisk indarbejdet på en af de to følgende måder. Enten reduceres den estimerede værdi med størrelsen på likviditetsrabatten, eller også øges afkastkravet. Ved anvendelse af multipler bliver likviditetsrabatten indarbejdet ved enten at reducere multipelværdien, der ganges på eksempelvis indtjeningen eller ved at reducere værdien med størrelsen på likviditetsrabatten.¹⁴ Uanset hvilken metode, der anvendes til at indarbejde likviditetsrabatten, er konsekvensen en oftest ganske betydelig prisreduktion. Både danske og udenlandske undersøgelser

¹² Denne procentsats dækker over en vis spredning.

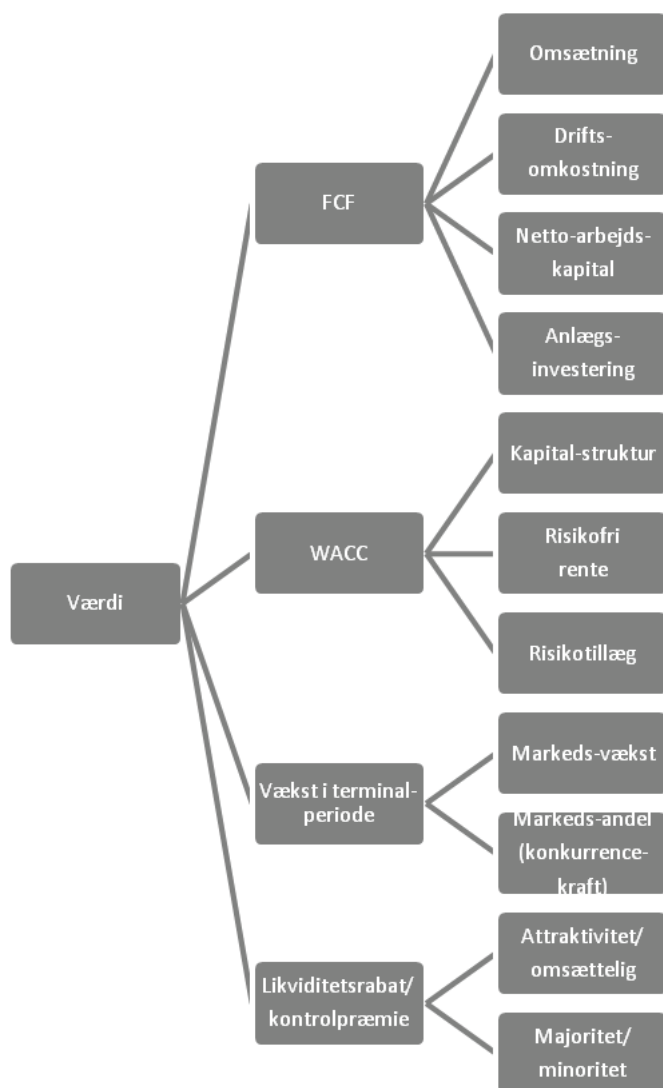
¹³ Bemærk at kontrolpræmien ikke skal tillægges en værdiansættelse baseret på et budget, hvor synergifordele allerede er indregnet. Det vil føre til, at kontrolpræmien indregnes dobbelt.

¹⁴ Ved anvendelse af multipler er det vigtigt at gøre sig klart, i hvilket omfang den anvendte multipel allerede afspejler likviditetsrabatten. I det omfang at det er tilfældet, bør værdien ikke yderligere reduceres som følge af manglende likviditet.

har vist, at likviditetsrabatten i gennemsnit reducerer værdien af virksomheden med 30 %.¹⁵

2.5. Opsummering

Der er i dette afsnit blevet redegjort for de metoder, der anvendes til værdiansættelse af virksomheder. Baseret på gængse værdiansættelsesmetoder som DCF modellen og multipler er udledt en række value drivere, som er centrale for værdien af en virksomhed. Koblingen mellem disse value drivere og værdien af virksomheden er illustreret i følgende figur:



¹⁵ Denne procentsats dækker over en vis spredning.

Figuren er interessant, da den belyser de value drivere, som skal optimeres med henblik på at gøre virksomheden omsættelig og samtidig opnå en tilfredsstillende pris. Eksempelvis kan modellen bruges til at hjælpe med at besvare en række typiske spørgsmål direktion, bestyrelse og virksomhedsejere må forholde sig til i forbindelse med salgsmodning af virksomheden. Ofte rejses spørgsmålet, om man i forbindelse med klargøring af virksomheden til salg skal reducere investeringer i fremadrettede aktiviteter som marketing og R&D med henblik på at forbedre de aktuelle nøgletal. Ud fra ovenstående model er det klart, at de nuværende value drivere vil blive forbedret, men at den langsigtede vækst (og indtjening) samtidig vil blive reduceret. I sin mest ekstreme form betyder manglende investeringer, at der ikke vil kunne opereres med en terminalværdi, da det langsigtede indtjeningspotentiale ikke vedligeholdes og videreudvikles. Som nævnt udgør terminalværdien ofte mere end 60% af den samlede værdi og nyten af et sådant forslag er derfor tvivlsomt.

3. Salgsmodning

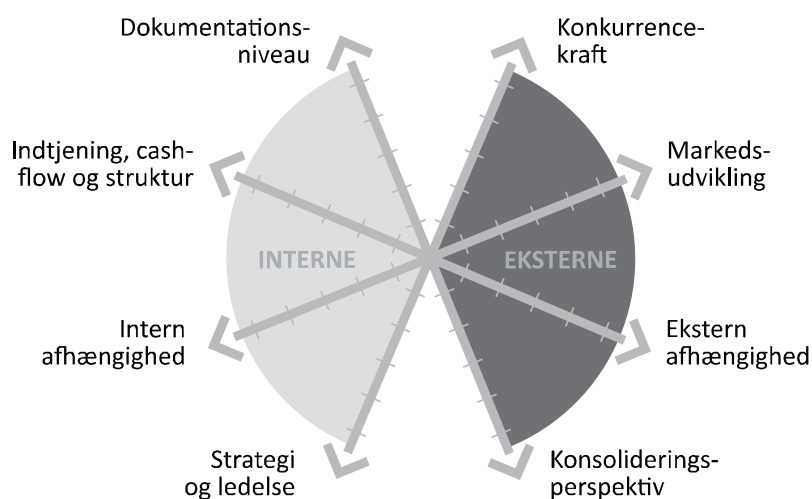
I dette kapitel beskrives en række områder, der vurderes som vigtige i forbindelse med salgsmodning af virksomheder. Indledningsvist vil otte centrale områder for salgsmodning blive identificeret og efterfølgende vil hvert af disse områder blive belyst nærmere.

3.1. Modelvalg

I eksempelvis jobsøgningssituationer findes et utal af metoder og tests, der hjælper med at afgøre, om en given ansøger matcher et givent job. Der findes ikke inden for salgsmodning af virksomheder den samme tilgang til værktøjer. Dels fordi markedet for denne type ydelser stadig er ungt og derfor ikke fuldt udviklet, dels fordi problemstillingen helt givet er mere kompleks, end man vil være i stand til at afdække ved at besvare på et begrænset antal spørgsmål.

Der er givetvis mange måder at håndtere salgsmodning på, herunder vurdering af behovet herfor. Nedenstående forslag til model skal ses som en sammenfatning af mange års erfaringer på området opnået ved talrige virksomhedsanalyser, rådgivning i og medvirken ved ledelse af virksomhedshandler, gennemførelse af værdiansættelser m.v.

Selvom der er talrige faktorer, der afgør behovet for salgsmodning, er disse forsøgt grupperet i otte såkaldte Værdifaktorer. Værdifaktorerne er forhold, som er centrale for at skabe øget interesse for virksomheden, og som også influerer på virksomhedens værdi. De er opdelt i fire Eksterne Værdifaktorer og fire Interne Værdifaktorer.



Det kan ikke undgås, at der vil være et vist overlap i mellem de otte værdifaktorer, men ikke desto mindre kan de otte Værdifaktorer forhåbentlig bidrage til, at rådgivere og virksomheder får en operationel model for salgsmodning.

3.2. Gennemgang af de 8 Værdifaktorer

I de efterfølgende otte afsnit, vil hver enkelt af de otte Værdifaktorer blive gennemgået. De otte delafsnit følger samme struktur. Indledningsvis vil de enkelte Værdifaktorer indhold blive fastlagt, dernæst beskrives, hvorledes Værdifaktoren influerer på virksomhedens værdi og omsættelighed, og endelig diskuteres salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne ved disse tiltag. Først beskrives de fire eksterne Værdifaktorer, og efterfølgende beskrives de fire interne Værdifaktorer.

3.2.1. Konkurrencekraft

Uanset om virksomheden leverer produkter eller services, er det afgørende at forstå virksomhedens konkurrencekraft – både den nuværende konkurrencekraft og den langsigtede konkurrencekraft.

En salgsmodning af virksomheden gennem optimering af denne Værdifaktor vil i overordnede termer betyde, at

„Virksomheden skal sikre sig, at den til stadighed har en stærk konkurrencekraft overfor både eksisterende og mulige kommende konkurrenter, der sikrer, at virksomheden fremadrettet kan bevare en attraktiv indtjening samtidig med, at den kan øge dens markedsandele på såvel eksisterende som nye markeder.“

3.2.1.1. Begrebsafklaring

Konkurrencekraft er et komplekst begreb, men kan i al væsentlighed bedømmes ved at gennemgå følgende seks trin:



Ad 1. Hvilken værdi tilfører virksomheden?

Det er naturligvis vigtigt at forstå, hvilke behov virksomheden dækker hos nuværende kunder, idet dette er virksomhedens eksistensberettigelse. Der vil som regel enten være tale om et fysisk produkt eller en service. Men det er vigtigt at komme et niveau dybere og forstå, hvilke parametre kunderne lægger vægt på – eller sagt på en anden måde – hvilke egenskaber skal produktet eller servicen have for at tilfredsstille kundens behov. Det er også i den sammenhæng vigtigt at få fastlagt, om virksomheden leverer til slutbruger eller leverer et produkt, der videresælges, enten uforarbejdet eller i form af en komponent, som indgår i et andet produkt.

Følgende forhold vil blot være et udpluk af de parametre, som kunder kan tænkes at lægge vægt på:

- Pris
- Produktets funktionalitet og kvaliteten heraf
- Design
- Forsyningssikkerhed
- Service
- Kvalitet
- Fleksibilitet i form af 24 timers service
- Geografisk nærhed, der gør det nemt for kunden at købe

Kundeanalyser/behovsanalyser samt drøftelser med virksomhedens ledelse omkring dens produkt-/serviceprogram vil ofte være kilderne til forståelse af dette punkt.

Ad 2. Dækkes kundernes behov tilfredsstillende og med et tilfredsstillende overskud til ejerne?

Når det er klarlagt, hvilke parametre der tilfredsstiller kundernes behov, er det relevant at vurdere, i hvilket omfang virksomheden er i stand til at matche disse. Såfremt der ikke gennemføres deciderede kundetilfredshedsanalyser, vil svarene ofte kunne findes hos ledelsen gennem en drøftelse af de forhold, der gør, at kunder skifter leverandør, reklamationstyper og -omfang, omsætningshastighed på kunder, succesraten på afgivne tilbud osv.

Det er samtidig relevant at analysere virksomhedens indtjening. Både på aggregeret niveau, hvor nøgletal som afkastet i forhold til den investerede kapital (ROIC) beregnes, og på et mere detaljeret niveau, hvor lønsomhedsanalyser på kunde-, produkt- eller markedsniveau gennemføres. Formålet er at vurdere, om den overordnede strategi er lønsom samt at vurdere, om indsatsområderne på de enkelte parametre listet ovenfor er hensigtsmæssige. Er det eksempelvis lønsomt at opretholde en høj standard for forsyningssikkerhed eller servicering af kunderne?

Med andre ord, er det ikke blot vigtigt at dække et behov – det er også vigtigt samtidigt at gøre det på en måde, som er rentabel for virksomheden.

Ad 3. Hvorledes er nuværende konkurrenters performance?

Konkurrencekraft er et relativt begreb, idet den skal ses i forhold til de eksisterende konkurrenter. Det er derfor relevant at få klarlagt, om konkurrenterne er ligeså effektive til at tilfredsstille kundernes parameterpræferencer og på samme tid at gøre det ligeså økonomisk effektivt som virksomheden. Såfremt virksomheden ikke adskiller sig fra sine konkurrenter i måden at tilfredsstille kundens behov, hvilket eksempelvis er tilfældet for mange standardiserede produkter/serviceydelser, bliver konsekvensen oftest, at den væsentligste konkurrenceparameter bliver prisen, og dette skaber pres på indtjeningsmarginerne. Optimalt set bør en virksomhed således differentiere sig fra sine konkurrenter på en række af de parametre, der efterspørges hos kunderne, for derigennem at sikre sig en konkurrencemæssig fordel i forhold til konkurrenterne. Alternativt bør virksomheden gøre tingene mere effektivt end konkurrenterne.

Det er også under dette punkt vigtigt at få indsigt i konkurrenternes antal og størrelse. Er markedet domineret af en stor aktør, der dikterer markedsvilkårene, eller er der tale om et fragmenteret marked med mange små udbydere/konkurrenter.

Ved at sammenholde virksomhedens og konkurrenternes valgte strategier/indsatsområder på udvalgte parametre og afledte økonomiske resultater er det muligt at vurdere den relative konkurrencekraft virksomhederne imellem.

Ad 4. Hvor store er indgangsbarriererne for nye konkurrenter?

De fleste virksomheder kender deres eksisterende konkurrenter, men det er også afgørende at vurdere sandsynligheden for tilgang af nye konkurrenter, uanset om det er fra ind- eller udland. Specielt brancher med høje indtjeningsmarginer vil ofte tiltrække nye aktører, hvilket vil sætte pres på den fremtidige indtjening. Det er derfor vigtigt at få klarlagt, om indgangsbarrierer vil reducere omfanget af nye aktører. Nedenfor er anført en række typiske eksempler på høje indgangsbarrierer:

- Indtrængen er beskyttet af patent
- Kunden stiller krav om specialviden eller teknologi, der ikke let kan overføres til andre
- Der er krav om meget store investeringer i bygninger, anlæg, lagre m.v.
- Produktet har en høj kompleksitet i produkt/service, der gør det svært at kopiere
- Der eksisterer en stærk præference hos kunden for virksomhedens produkt/brand
- Der er en lang indsalgsperiode hos kunder
- Store omkostninger hos kunden ved skift af leverandør

Interview af virksomhedens ledelse og branchespecialister vil ofte være primær kilde til forståelse heraf.

Ad 5. Hvilke substituerende produkter eller services kan skabe øget konkurrence?

I nogle situationer opstår øget konkurrence ikke ved indtrængen af nye aktører på markedet, men fordi der udvikles nye produkter eller services, der enten bedre eller billigere tilfredsstiller kundens behov. Det kan eksempelvis ske i form af fremkomsten af ny teknologi, der beherskes af andre, anvendelse af andre materialer, hvor andre aktører har ekspertisen osv.

Ofte er disse forhold svære at afdække, især hvis der i markedet ikke findes oplysninger om sådanne tendenser/initiativer. Virksomhedens ledelse vil dog som oftest have gjort sig tanker herom, ligesom det må forventes, at man med fordel kan trække på den viden, brancheeksperter besidder.

Ad 6. Kan virksomhedens konkurrencekraft skales til nye markeder eller produkter?

De indledende punkter omkring virksomhedens konkurrencekraft synes måske anlagt ud fra en defensiv synsvinkel. Heldigvis er situationen ofte den, at virksomheden har en god konkurrencekraft, der muliggør, at virksomheden kan skales. Hermed forstås, at virksomhedens koncept kan kopieres til andre produkter eller andre markeder, hvilket naturligt åbner op for væsentlige vækstmuligheder. Dette ses ofte med virksomheder, der har en stærk position i Danmark, og som ønsker at internationalisere salget og derved skabe vækst. For at en skalering skal kunne lykkes, skal bla. følgende forhold ofte være opfyldt:

- Virksomheden har et koncept/produkt, der er unikt i forhold til andre aktører, og som kan overføres til andre markeder med tilsvarende behov, eller virksomheden har en ligeså unik relation til sine kunder, der muliggør, at man kan introducere nye produkter/services hertil
- Produktion eller indkøb kan øges betydeligt uden væsentlige komplikationer
- Forholdsvis nem tilgang til den arbejdskraft, der er nødvendig
- En klar plan for, hvorledes skaleringen implementeres
- Lave indgangsbarrierer på de nye markeder

Såfremt man tilegner sig en grundig forståelse af virksomhedens produkter/services, eksisterende kunderelationer samt markeder, virksomheden opererer på, vil man ofte kunne vurdere, om skalering kan gennemføres.

Ved gennemførsel af ovenstående seks trin vil man få en forståelse af virksomhedens nuværende konkurrencekraft og samtidig blive inspireret til tiltag, der styrker konkurrencekraften. Virksomheder med høj konkurrencekraft vil ofte kunne fastholde en høj indtjeningsmargin fremadrettet, øge sine markedsandele på eksisterende markeder og skalere forretningskonceptet til andre markeder/andre produkter. Faktisk vil en stærk konkurrencekraft i et vist omfang kunne kompensere for et faldende marked, jf. næste delafsnit.

Konsekvensen af manglende konkurrencekraft er imidlertid en fremtid med

faldende marginer som følge af øget prispres og formentlig faldende omsætning, da eksisterende og nye konkurrenter vinder markedsandele.¹⁶

3.2.1.2. Indvirkning på værdi

Det synes oplagt, at virksomhedens konkurrencekraft vil få stor indflydelse på omsætning, indtjening og investeringer i henholdsvis arbejdskapital og anlægsaktiver og dermed også de fremtidige frie cash flows, der skal anvendes til beregning af værdien efter DCF modellen. Ligeledes vil størrelsen af resultatmål som EBIT og EBITDA, der danner grundlag for en værdiberegning efter de relative værdiansættelsesmetoder, være påvirket heraf.

Såfremt virksomheden har en relativ svag konkurrencekraft, vil man næppe i budgettet kunne forsvare at arbejde med vækstrater højere end markedsvæksten, hvorimod en relativ stærk konkurrencekraft kan retfærdiggøre en vækstrate i budgetperioden, der ligger over markedsvæksten.

Det er endvidere sandsynligt, at en virksomhed med høj konkurrencekraft vil være mere „bankable“, hvorved forstås, at der kan arbejdes med en større fremmedkapitalandel ved beregning af WACC, hvorved denne typisk vil falde som følge af skattefordelen ved gæld med øget værdi som konsekvens.

3.2.1.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

For så vidt angår de finansielle købere, ønsker disse at erhverve virksomheder, hvor der kan ske en værdiforøgelse. Et krav om at fordoble aktiernes værdi i løbet af tre år er ikke nogen usædvanlig forventning. En sådan fordobling af aktiernes værdi vil sjældent være muligt i virksomheder med stærkt standardiserede produkter, hård konkurrence og dermed varigt prispres. Såfremt virksomheden risikerer at tabe markedsandele og måske oplever faldende indtjeningsmarginaler, er det næsten umuligt at fordoble aktiernes værdi inden for den ønskede periode. Alternativt skal virksomheden prissættes så lavt for at kunne nå målsætningen om en fordobling af værdien, at sælger formentlig ikke vil sælge.

Hvis virksomheden derimod har en konkurrencekraft, der gør, at den kan øge dens markedsandele og samtidig bevare eller udbygge indtjeningsmarginerne, er en fordobling af aktiernes værdi inden for en kortere årrække realistisk. Og ved den finansielle købers videresalg efter 4 – 7 år, vil der formentlig stadig være gode vækstperspektiver for virksomheden og den efterfølgende køber.

Også de industrielle købere har størst fokus på opkøbssemner med en stærk konkurrencekraft eller dokumenteret potentiale for at kunne opnå en stærk konkurrencekraft. Dette gør sig især gældende i brancher med høje indgangsbarrierer, og hvor der kan opnås skaleringssynergier gennem eksempelvis krydssalg af produkter. Industrielle opkøb er ofte drevet af ønsket om at øge konkurrencekraften og dermed indtjeningen. Der vil derfor ikke være megen logik i at købe en virksom-

16 Skønt konkurrencekraft er placeret under eksterne Værdifaktorer, er det, som det også fremgår af ovenstående gennemgang, vigtigt, at virksomheden internt er gearet til at møde kundernes behov på en effektiv måde.

hed med lav konkurrencekraft, og hvor potentialet for at forbedre konkurrencekraften vil være begrænset.

3.2.1.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

En forøgelse af virksomhedens konkurrencekraft kræver først og fremmest, at virksomheden får klarlagt sine stærke og svage sider. Er virksomheden eksempelvis svag på service, bør der udarbejdes en handlingsplan til forbedring heraf. Virksomheden bør samtidig udarbejde en plan for, hvorledes den vil differentiere sig fra konkurrenterne, måske gennem produktudvikling, og hvorledes den vil opbygge højere indgangsbarrierer eksempelvis gennem tættere partnerskaber med kunder. Virksomheden kunne overveje, om den gennem tiltag kunne udvikle sig til at blive skalerbar. Dette blot et lille udpluk af de handlinger, der naturligt vil udspringe efter analysen af konkurrencekraften.

Ledelseslitteraturen har endvidere mange bud på, hvorledes virksomheder reviderer deres positionering i forhold til konkurrenterne. Hele litteraturen omkring „Lean“ kan også give inspiration til, hvorledes man sikrer, at man tilfredsstiller lige præcis kundernes behov på den mest efficiente måde og dermed skaber konkurrencekraft.

Der er således i høj grad brug for strategiske, markedsmæssige og produktionsmæssige kompetencer, når virksomheder skal salgsmodnes inden for denne Værdifaktor. Og så er der brug for tid. Mange af de tiltag, der skal gennemføres som led i salgsmodningen, er betydelige strategiske indgreb, som ikke blot kan udtænkes og implementeres på kort sigt.

3.2.2. Markedsudvikling

Hvor konkurrencekraften beskriver virksomhedens styrke i forhold til andre aktører på markedet, forstås ved Markedsudvikling udviklingen i det underliggende marked, som virksomheden opererer på.

Hvis en virksomhed får en høj score på denne Værdifaktor skyldes det,

„at den agerer på et marked, der i flere år frem i tiden vil have en væsentlig vækst.“

Dette muliggør betydelig vækst i virksomhedens omsætning, EBITDA mv., ligesom det også vil influere på virksomhedens investeringsbehov. Høj markedsvækst vil derfor også have en positiv indflydelse på værdien af virksomheden.

3.2.2.1. Begrebsafklaring

Det er vigtigt at forstå, hvad der grundlæggende driver markedet for virksomhedens produkter/services, og hvad der kan påvirke det. Ved markedet forstås i denne sammenhæng det eller de markeder, som virksomheden servicerer samt eventuelle nye markeder.

Nedenfor er anført eksempler på forhold, der påvirker det underliggende marked for en række industrier.

Politik

Internationalt synes der at være et ønske fra den vestlige verden om at reducere afhængigheden af olie. Dette har skabt et enormt fokus på alternative energikilder, der forventes at skulle dække en større andel af energiforbruget fremover. Derfor ser man i dag høje vækstrater inden for vindenergi og andre alternative energiformer.

Et andet – og mere lokalt - eksempel på et politisk drevet marked er markedet for privathospitaler i Danmark. Nedskæringer i sundhedssektoren har skabt et behov for alternativ behandling på private hospitaler, og denne sektor oplever derfor betydelig vækst i disse år.

Risikoen ved de politisk drevne markeder – især de landspolitiske – er, at de påvirkes kraftigt under ændrede regeringer, og derfor kan betegnes som ustabile markeder, hvilket skaber usikkerhed om robustheden i markedsvæksten.

Befolkningsudviklingen i markedet

Globalt øges befolkningsantallet betydeligt hvert år. Det skaber et øget behov for eksempelvis fødevarer, og derfor er produktion af fødevarer et vækstområde.

Et lokalt eksempel er det voksende behov for detailbutikker i de områder, hvor der er befolkningstilvækst, mens (land)områder med negativ befolkningsvækst oplever et fald i antallet af detailforretninger.

Såfremt virksomhedens marked primært er drevet af befolkningsunderlaget, lader dette sig ofte prognosticere flere år frem.

Stigende velfærd

Den stigende velfærd ændrer forbrugsmønstret. En dansk families forbrug i dag er fordelt på andre produkter og services end for blot 20 år siden. Hvad der tidligere blev opfattet som luksusgoder, er i dag blevet opnåelige for væsentlig flere forbrugere. Hele rejsebranchen, leisurebranchen og velfærdsbranchen har gennem denne periode oplevet stor vækst, netop fordi øget velfærd har givet befolkningen mulighed for at forbruge penge på denne sektor.

Den stigende velfærd har også været årsag til medicinalindustriens vækst, både som direkte konsekvens af, at flere ressourcer tilflyder området, og som konsekvens af flere velfærdsafledte livsstilssygdomme som diabetes (type 2), kræft og hjerte-kar sygdomme.

Konjunkturer

Nogle brancher – specielt inden for investeringsgoder – er følsomme overfor de økonomiske konjunkturer. Byggebranchen er et yndet eksempel herpå, men også brancher med luksusbetonede produkter har ofte svært ved at skabe vækst i lavkonjunkturer. Andre brancher er i langt mindre omfang påvirket af konjunkturforløb, eksempelvis virksomheder, der leverer til den offentlige sektor.

Forbrugertrends

I perioder styres markedet af forholdsvis korte trends. Produkter vokser hurtigt i popularitet for igen at forsvinde efter få år, fordi de blot dækker et kortvarigt op-

stået behov. Produkter, drevet af midlertidige trends, vil tilsvarende forventes at have tilsvarende kort levetid, mens produkter, drevet af en vedvarende underliggende efterspørgsel, vil udvise større langsigtet holdbarhed.

Ovenstående er blot eksempler på nogle af de underliggende markedsdrivere, som i et vist omfang er afgørende for, hvor meget vækst virksomheden realistisk set kan forvente i fremtiden. Det er vigtigt, at man er opmærksom på denne sammenhæng.

Kilderne til forståelse af, om virksomhedens marked fremadrettet kan opleve høj eller lav vækst, vil til dels være virksomhedens eksisterende ledelse, men også markedsanalyser og -forecast. Nogle virksomheder udarbejder selv markedsanalyser. I andre sammenhænge udarbejdes sådanne på brancheplan, enten af brancheforeninger eller markedsanalysevirksomheder, der har specialiseret sig i at udarbejde analyser for udvalgte brancher. Endelig dækkes de fleste større børsnoterede virksomheder af adskillige aktieanalytikere, der fokuserer meget på de forventede vækstrater inden for de enkelte industrier. Der findes tillige en række internationale databaser, der indeholder markedsanalyser, forecast på vækstrater flere år frem mv. for en række industrier.

3.2.2.2. Indvirkning på værdi

Som det fremgår af DCF modellen, er det den fremtidige indtjening, der skaber værdien. Denne vil i betydeligt omfang være påvirket af den underliggende markedsvækst. For markeder, hvor der er negativ vækst, vil et realistisk fremtidsscenarium byde på faldende omsætning og samtidig faldende indtjening, da det samme antal aktører nu skal dele et mindre marked, og derfor typisk vil reducere priser for at udnytte produktionskapaciteten. Et sådan negativt scenarium vil have negativ indflydelse på værdien af virksomheden.

Samtidig er den underliggende markedsvækst også retningsgivende for den vækst, virksomheden forventer i fremtiden. Hvis en virksomhed forventer en vækst på 20% årligt, men markedet kun vokser med 5%, kan dette reelt kun ske, hvis virksomheden har en stærk konkurrencekraft og derigennem øger markedsandelen. Der er derfor nødt til at være en forklarlig sammenhæng mellem den forventede markedsvækst og den vækst, der arbejdes med i budgetperioden.

Da netop DCF modellen er baseret på den fremtidige cash flow generering, spiller det en væsentlig rolle, om der forventes en vækst på 10% eller 3% årligt i budgetperioden. Det ses endvidere ved beregning af terminalværdien, at vækstraten i terminalperioden „g“ fratrækkes WACC, hvorfor en høj forventet vækst i terminalperioden giver høj terminalværdi. Så jo højere den langsigtede vækstrate er, jo højere bliver terminalværdien.

Det ses endvidere, at multiplerne på børsnoterede virksomheder i brancher med høj vækst er højere målt på den aktuelle indtjening end i brancher med normal vækst. Det skyldes forventningen om, at den høje vækst hurtigt bringer virksomhedens indtjening op på et højere niveau.

3.2.2.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Det gælder for såvel de industrielle som de finansielle købere, at de har stor fokus på vækstmuligheder. Uanset virksomhedens konkurrencekraft vil vækst altid være lettest at opnå i vækstmarkeder. Vækst giver en lang række udviklingsmuligheder for virksomheder og gode muligheder for at øge værdien af virksomheden, hvorimod et faldende marked ofte giver grundlag for en usikker fremtid med faldende marginer og værdi på virksomheden. Ofte skal der foretages betydelige konsolideringer i den type brancher med det formål at opnå omkostningssynergier. Dette kan så til gengæld ofte være motivet, såfremt især industrielle virksomheder foretager opkøb i brancher med faldende marked. Ofte vil det dog ikke være til priseniveau, som er særlig attraktive for sælgeren.

3.2.2.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

Det er typisk ikke muligt for en virksomhed at have indflydelse på den underliggende markedsvækst. Den er – som det er anskueliggjort tidligere – ofte afgjort af forhold, der ligger uden for de fleste virksomheders indflydelsesområde.

Det, virksomhederne imidlertid har indflydelse på, er, hvilke produkter og services de tilbyder, og hvilke markeder de distribuerer dem på. Virksomheder, der agerer på et marked med forventet lavvækst i mange år, må således søge at skabe et realistisk vækstscenarium ved enten at udvide markedet eller produktet/service.

Dette kan illustreres i følgende diagram:

	Eksisterende markeder	Nye markeder
Eksisterende produkter	1	2
Nye produkter	3	4

Kvadrant 4 vil ofte være den mest risikofyldte udvikling, men kvadrant 2 og 3 er realistisk bud på, hvorledes virksomheder i lavvækstmarkeder salgsmodnes.

En salgsmodning af denne Værdifaktor griber også her ind i hele virksomhedens strategi, idegrundlag, mission osv. Der stilles krav til de rådgivere, der måtte medvirke hertil. Det er samtidig heller ikke tiltag, der blot kan implementeres i løbet af kort tid - at vende en virksomhed fra lav vækst til høj vækst vil typisk tage adskillige år, men vil være nødvendig, hvis man vil optimere værdien af virksomheden.

En salgsmodning på dette område vil også ofte betyde ganske væsentlige investeringer. Der vil være usikkerhed om udfaldet heraf, og et positivt cash flow på et sådan tiltag ligger ofte nogle år fremme i tid. Det er derfor vigtigt, at man – eventuelt med støtte i flere simuleringer med baggrund i DCF modellen – vurderer, om en sådan vækstplan skaber yderligere værdi, risikoen taget i betragtning.

3.2.3. Ekstern afhængighed

Ved vurdering af denne værdifaktor fokuseres der på, om virksomhedens fremtidige udvikling i væsentlig omfang er baseret på eksterne forhold, eksempelvis afhængighed af en speciel råvaretype, en meget stor kunde el.lign.

Hvis virksomheden står stærkt på denne værdifaktor, vil det således typisk være fordi,

„den ikke har en afhængighed af enkeltkunder, hvis afgang vil reducere virksomhedens indtjening markant, eller den er baseret på samhandel med meget få leverandører, der betyder, at virksomheden kun i begrænset omfang selv afgør virksomhedens udviklingsmuligheder.“

3.2.3.1. Begrebsafklaring

De fleste købere erhverver virksomheden for at opnå kontrol og dermed kunne afgøre virksomhedens videre udvikling og strategi. Selve begrebet Kontrolpræmie, jf. afsnittet om værdiansættelse, er jo baseret på, at køber opnår kontrol. Der kan dog være eksterne forhold, som begrænser denne kontrol og dermed reducerer handlefriheden.

Kundeafhængighed

Det ses ofte – især i mindre virksomheder – at en forholdsvis stor andel af omsætningen er baseret på én eller få store kunder. Nogle gange er baggrunden, at det måske netop er væksten hos den eller disse kunder, der har været grundlag for virksomhedens udvikling, og at der så over tid er kommet andre kunder til.

Nogle gange er tilstedeværelsen af få betydelige kunder naturlig, fordi der måske ikke eksisterer ret mange som følge af konsolidering hos kunderne. Den danske dagligvarebranche er et udmærket eksempel, hvor Coop, Dansk Supermarked og Supergros sider på markante markedsandele. Er man leverandør til det led, er en kundestørrelse på 25 % eller mere af omsætningen ikke usædvanlig.

Der er dog ingen tvivl om, at det er at foretrække, at ingen enkeltkunde udgør mere end 10-15 % af virksomhedens omsætning. Ejerskiftet i virksomheden udgør nemlig ofte en væsentlig ændring i virksomhedens virkemåde, og kunder vil ofte benytte den lejlighed til at revurdere samhandlen. Måske er kunderelationen bundet op på relationen til den tidligere ejer. Med andre ord skaber det usikkerhed hos en køber om virksomhedens fremtidige udvikling og indtjening, hvis tabet af en enkelt kunde kan ændre betydeligt på virksomhedens indtjening.

Virksomhedssælgeren kan på den anden side næppe indestå for kundens fortsatte tilstedeværelse, idet sælger fremover har begrænset indflydelse på dette. Det kan også tænkes, at kunden efterfølgende vælger ny leverandør på grund af forhold, som er udenfor sælgers indflydelse. Måske ændrer køber virksomhedens serviceniveau, prispolitik, produktfokus eller lignende, der gør, at kunden vælger en anden leverandør. Der er således skabt en usikkerhed om virksomhedens fremtidige indtjening, som det kan være svært at afdække.

Det er endvidere vigtigt at vurdere, om der sker konsolideringer hos kunderne.

Hvis kunderne samles i større enheder i fremtiden, vil disse typisk opnå forøget forhandlingskraft, og der vil ofte ske en reduktion af antallet af leverandører, hvilket blot understreger vigtigheden af at forstå denne Værdifaktor.

Leverandørafhængighed

En tilsvarende problematisk afhængighed kan opstå på leverandørsiden. Har man således én leverandør, hvorigennem en stor del af virksomhedens indkøb foretages, og det er en leverandør, der ikke umiddelbart kan erstattes, er der for køber skabt yderligere usikkerhed om den fremtidige udvikling.

Denne afhængighed kan være opstået, enten fordi man har brug for en sjælden råvarekomponent, hvor det kan være svært at skifte leverandør eller i franchise- og stærkt styrede agenturforhold. De danske automobilforhandlere er et godt eksempel på sidstnævnte, hvor bilimportøren/ bilproducenten har afgørende indflydelse på virksomhedens produktsortiment, leverancer mv. Ofte vil bilimportøren/bilforhandleren skulle godkende en ny køber, og alene det forhold medfører, at forhandlingen om virksomhedssalget nu ikke alene omfatter en køber og en sælger, men samtidig en tredjepart, som måske har andre succeskriterier end sælger. Sælger ønsker oftest højest mulige pris, hvor bilimportøren/bilproducenten ønsker den bedst mulige repræsentant i området, målt på forventet salg af nye biler, reservedele mv. Uheldigvis er det ikke nødvendigvis den samme køber.

Virksomhedens fortsatte vækst vil tillige være afhængig af at kunne fastholde og øge indkøbet hos leverandøren, og usikkerhed herom skaber usikkerhed om den fremtidige indtjening.

Det er også vigtigt at vurdere, om der sker konsolidering blandt leverandørerne, hvilket typisk yderligere vil svække virksomhedens styrkeposition i forhold til leverandørerne.

3.2.3.2. Indvirkning på værdi

Såfremt virksomheden er meget afhængig af enkelte store kunder eller leverandører, skaber det en usikkerhed om udviklingen i den fremtidige indtjening – en usikkerhed, som enten håndteres ved at justere den fremtidige indtjening eller ved at justere på afkastkravet, hvorved WACC stiger (risikotillægget). Ofte anvendes følsomhedsanalyser til at undersøge effekten på indtjeningen, hvis virksomheden taber en stor kunde eller leverandør. Vigtige drivers vil blive inddraget i en sådan følsomhedsanalyse. Opereres eksempelvis med et scenarium, hvor virksomheden mister en stor kunde, vil det smitte af på omsætning, driftsindtjening og arbejdskapitalen. Alternativt må køber indregne et højere risikotillæg ved beregning af WACC. Det er vigtigt ikke at indregne effekten både i indtjeningen og ved fastlæggelse af WACC. Derved bliver effekten indregnet dobbelt, hvilket fører til en undervurdering af værdien af virksomheden.

3.2.3.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Det er næppe svært at forstå, at køberne ønsker, at virksomheden har mindst mulig afhængighed af kunder og leverandører. Det giver større kontrol over virksomheden og dermed større sikkerhed i relation til at opnå de opstillede budget-

ter. I tilfælde, hvor virksomheden ikke er afhængig af få store kunder eller leverandører, vil forhandlingskraften endvidere øges, hvilket typisk influerer positivt på den fremtidige indtjening.

I det omfang at køber ikke får tilstrækkelig nedslag i prisen på virksomheden som følge af en betydelig kunde- og leverandørafhængighed, vil køber lide tab i de tilfælde, hvor betydelige kunde- eller leverandørrelationen ophører.

Problemet er forventeligt mest udtalt ved salg til finansielle købere. De industrielle købere har den „fordel“, at de typisk har en stor kundemasse, og at en opkøbt virksomheds kundegrundlag på den måde indgår i en større portefølje. Skulle en væsentlig kunde tapes, har den industrielle køber ofte større muligheder for at udnytte den opståede kapacitet i virksomheden til at servicere andre kunder.

3.2.3.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

Der findes flere metoder til at reducere den eksterne afhængighed.

Hvis der for eksemplets skyld tages udgangspunkt i kundeafhængigheden, vil den mest umiddelbare metode være at søge en større kundespredning. Ikke nødvendigvis ved at reducere det eksisterende kundeforhold, men ved at udbygge kundeporteføljen.

Man kan også arbejde hen imod en mere gensidig afhængighed. Eksempelvis kan man øge den gensidige afhængighed ved at overtage endnu flere services fra kunden og lade sig blive mere integreret i kundens virksomhed. Dette medfører, at det bliver betydeligt mere komplekst for kunden at skifte leverandør.

Endelig kan man også skabe mere klarhed over kundeforholdets fremtidige tilstedeværelse ved at have samarbejdsaftaler, der rækker flere år frem i tiden. Ofte vil disse aftaler dog indeholde klausuler, opsigelsesvarsler mv., der gør, at aftalerne ikke fuldt ud skaber den sikkerhed, der måtte ønskes fra køber.

Salgsmodningstiltag indenfor dette område vil variere i tid, men kan tage flere år. Udvikling af samarbejdsaftaler kan oftest gøres hurtigere, mens udvidelse af kundeporteføljen kan tage adskillige år.

3.2.4. Konsolideringsperspektiv

Konsolideringsmuligheder i virksomhedens branche er også et element, der skal iagttages forud for en salgsproces. Hvis det således er muligt,

„at udvikle virksomhedens egen indtjening gennem opnåelse af synergier ved opkøb af andre virksomheder, vil det influere positivt på værdien.“

3.2.4.1. Begrebsafklaring

Ved konsolidering forstås i denne sammenhæng, at virksomheder sammenlægges eller overtages af andre virksomheder. Motiverne herfor er at opnå synergier. Eksempler på forskellige synergiformer beskrives nedenfor:

Salgssynergier

Synergier kan opnås på omsætningsniveau. Ved at to virksomheder sammenlægges, gives der mulighed for, at de to virksomheder kan krydssælge deres produkter

på hinandens respektive markeder. Dermed skabes en synergi. Størrelsen heraf afhænger naturligt af, i hvilket omfang der er overlap i produktsortimentet, om det giver mening for kunden at købe produkterne samme sted osv. Konsolidering giver måske netop mulighed for at levere den bredde i produktsortimentet, der efterspørges af kunderne.

Indkøbssynergier

Sammenlægning af virksomheder giver større indkøbsvolumen. Dette medfører i mange tilfælde, at man kan opnå lavere indkøbspriser, højere servicegrad, længere kredittid eller en kombination af disse. Graden heraf afhænger naturligt af sammenfald i indkøbet. Ofte vil synergierne dog være forholdsvis lette at opnå og kan være ganske betydelige. Selv 2 % yderligere bonus giver en EBITDA-margin forbedring på 1 %, hvis eksempelvis indkøbet udgør 50% af omsætningen.

Omkostningssynergier

Organisatoriske ændringer som sammenlægning af stabsfunktioner, afdelinger og kontorer kan nedbringe løn- og lokaleomkostninger og en række øvrige administrationsomkostninger som husleje, forsikringer, abonnementer mv.

Det er således relevant at have kendskab til, i hvilket omfang der sker konsolidering i virksomhedens branche, hvilke typer synergier der kan opnås, hvem der driver konsolideringen (er det eksempelvis en kapitalfond, som det er set adskillige gange inden for detailsektoren) og konsekvenserne for virksomheden.

3.2.4.2. Indvirkning på værdi

Hvis der foregår konsolidering i virksomhedens branche, vil det oftest – det er i hvert fald hensigten – skabe en øget konkurrencekraft hos de virksomheder, der indgår i konsolideringen. Det er derfor relevant at vurdere bl.a. omsætningsudvikling og indtjeningsmarginer i budgetperioden, henset til denne forventede eller gennemførte konsolidering.

Man kan også vælge en mere proaktiv tilgang til emnet. Hvis der er oplagte synergier ved at konsolidere, er det relevant at vurdere, om man forud for et salg selv skal foretage opkøb, hvor virksomheden kan opnå synergier. Hvis ikke virksomheden betaler væsentligt for adgangen til disse synergier, synes det således attraktivt.

Endelig vil et salg til en industriel køber i sig selv være udtryk for konsolidering. Det spiller derfor væsentligt ind på værdiansættelsen, at man forstår karakteren og omfanget af de synergier, køber kan opnå. Kan den industrielle køber således opnå betydelige synergier ved et opkøb af virksomheden, vil det influere positivt på den endelige salgspris.

3.2.4.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Den industrielle opkøbsinteresse er ofte drevet af konsolideringsperspektivet og at den opkøbte virksomhed derudover selv har andre opkøbskandidater i dens pipeline, vil kun øge interessen. Det kan naturligvis være, at det er virksomheder,

som den industrielle køber selv har mulighed for at købe, men i så fald har man dog reduceret køberskaren.

For de finansielle købere spiller konsolideringsmulighederne ofte en ganske stor rolle. De fleste af disse købere foretrækker faktisk, at der hurtigt kan købes yderligere virksomheder til, således at den ønskede vækst og forbedringer i marginer kan opnås. Strategien benævnes „Buy and Build“. Det forhold, at der kan købes andre virksomheder, udvindes synergier, og måske skabes en endnu større enhed, som måske kan sælges til en endnu højere multipel, bidrager i høj grad til, at de finansielle købere anser det for realistisk, at de kan få deres ønsker til egenkapitalforrentning opfyldt.

3.2.4.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

Det bør nøje vurderes, om der er virksomheder, som kan opkøbes ud fra ovenstående tankegang. Dette fordrer dels en brancheanalyse, men også en vurdering af kundernes fremtidige behov. Giver det mening for kunderne at gennemføre opkøb, eller skal synergierne hentes internt i virksomheden i form af indkøbs- og omkostningssynergier.

Hvorledes skal de ønskede virksomheder integreres, hvor ligger udfordringerne i at opnå synergierne, og hvor store vurderes disse at være?

Det vil være et stærkt aktiv at kunne fremlægge en sådan konsolideringsplan forud for en salgsproces. Endnu stærkere vil det være, hvis virksomheden allerede har bevist, at den har evnet at opkøbe og integrere virksomheder. Opkøb og integration er en disciplin, som er kompleks at lykkes med, og det højner klart troværdigheden hos køber, hvis virksomheden har dokumenteret sin styrke inden for dette felt.

3.2.5. Strategi og ledelse

Karakteren, omfanget og kvaliteten af den strategi, som virksomheder har, er meget varierende og i et vist – men ofte knap så varierende – omfang er der forskel på kvaliteten af ledelsen i virksomheden.

„Ideelt set har en virksomhed forud for en salgsproces en klar strategi for fremtiden og er i besiddelse af den ledelse – bestyrelse, direktion og ledergruppe – der evner at implementere strategien.“

3.2.5.1. Begrebsafklaring

Ledelseslitteraturen er fuld af strategiske begreber som idegrundlag, mission, vision, værdier, strategier, femårsplaner, handlingsplaner osv. Det er næppe afgørende, hvilke termer man anvender, men nedenstående eksempler illustrerer forhåbentlig, hvad det er, der er centralt ved vurdering af denne Værdifaktor.

Virksomheden med den manglende strategiske afklaring

Der findes mange virksomheder, der ikke har en strategi for fremtiden – hverken formelt eller reelt. Der er ikke udarbejdet – eller tænkt – over SWOT analyser til afdækning af eksempelvis trusler og muligheder. Man har ikke noget klart billede

af, hvor stort markedet er, i hvilken retning, det bevæger sig osv. Man gennemfører ikke konkurrentanalyser, så det står ikke virksomheden klart, hvordan konkurrenterne klarer sig, om de bliver større, stærkere osv.

Der findes i virksomheden ikke egentlige ledere, der har udsyn, men i stedet administratorer, der sikrer sig, at tingene gøres. Ingen vurderer dog, om man gør de rigtige ting. Der har endvidere ikke været afholdt seancer, hvor medarbejderne inddrages i drøftelserne om virksomhedens fremtid.

Er virksomheden i en attraktiv branche, kan man fint drive virksomhed på den facon – alene med en god styring af den daglige drift og hurtig tilpasning til de konkrete ændringer, virksomheden møder på sin vej.

Virksomheden med den strategiske afklaring.

Der findes til gengæld også mange virksomheder, der klart har forholdt sig til sin mission og vision. Disse virksomheder har et ganske præcist billede af, hvilke parametre kunderne lægger vægt på og er gearet til at imødekomme kundernes ønsker. Virksomheden kender markedet og de faktorer, der driver markedet.

Virksomheden ved, hvilke konkurrenter, der er i markedet, på hvilke områder virksomheden differentierer sig i forhold til dem og har lavet planer for, hvorledes konkurrencekraften forbedres.

Målet for de næste 3 - 5 år er fastlagt, og der er udarbejdet budgetter herfor. Ledelsen er samtidig klar over, hvilke organisatoriske konsekvenser planerne har, og ved hvilke ledelsesressourcer, der er behov for. Ligesom der er planer for, hvorledes disse fremskaffes – enten gennem ansættelser eller kompetenceudvikling.

Alle i virksomheden kender planerne, og kender deres respektive betydning for, at virksomheden når sin vision. Alle er løbende opmærksomme på ændringer i markedet, hos konkurrenter, på teknologiske nyheder og alle andre forhold, som virksomheden skal være opmærksom på, og reagere i forhold til for at sikre, at virksomheden når sin vision.

Uanset hvilke termer ledelsen bruger, er det evident, at der hos sidstnævnte virksomhed er en klar strategi og en stærkere ledelseskapacitet end i førstnævnte virksomhed.

3.2.5.2. Indvirkning på værdi

Det er afgørende for at nå til enighed med køber om en værdi for virksomheden, at man har et fælles udgangspunkt at drøfte værdien ud fra. Dette udgangspunkt er ofte de budgetter, der fremlægges under salgsprocessen, og som gerne må dække en længere årrække vel vidende, at sikkerheden omkring disses opfyldelse naturligt falder markant over tid. Ikke desto mindre er budgetterne den nuværende ledelses bedste vurdering af et realistisk scenarium.

Budgetter er de forventede økonomiske konsekvenser af de handlingsplaner, der er lagt, og omvendt underbygges budgetterne af handlingsplanerne. Eksisterer der ingen strategi og handlingsplaner, er det uhyre vanskeligt – næsten umuligt – at udarbejde længerevarende budgetter. Det vil eksempelvis være tilfældet, hvis udviklingen hos kunderne ikke kendes så godt, at man har en ide om, hvorledes væksten og indtjeningsmarginerne vil udvikle sig.

Pointen er, at den virksomhed, der har en klar strategi og en stærk ledelse, kan fremlægge et langt bedre underbygget budgetmateriale, som en køber i betydelig højere grad kan føle sig tryk omkring i forhold til værdiansættelsen. Den uafklarede virksomheds budgetter vil være mindre velunderbyggede og vil derfor ikke blive tillagt samme værdi. Endvidere vil købere have tendens til at reducere indtjeningsprognoserne eller forhøje risikopræmien, grundet denne usikkerhed, hvilket giver en lavere værdi.

3.2.5.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Der findes næppe virksomhedskøbere, der kan forsvare at drive virksomheden videre, således som den strategisk uafklarede virksomhed har gjort det. Det er ganske enkelt for risikofyldt. Det betyder, at køber står overfor selv at skulle implementere en sådan ledelsesform. Dette vil typisk indebære en helt ny ledelse af virksomheden, ny strategi, ændring af organisationsformen osv. Sådanne ændringer er ressourcekrævende og er forbundet med en risiko for, at det ikke går som planlagt.

Især de finansielle købere vil i stort set alle tilfælde lægge stor vægt på dette punkt. For så vidt angår de industrielle købere, kan billedet være mere nuanceret. Som udgangspunkt vil de have behov for samme strategiske afklaring og ledelsesberedskab, men der kan være situationer, hvor virksomhedens formål ændres så markant efter en overtagelse, at det ikke har samme betydning.

3.2.5.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne

Der er næppe tvivl om, at den daglige ledelse og især bestyrelsen har et stort ansvar for at salgsmodne på denne Værdifaktor.

Det er ledelsens ansvar, at der udarbejdes en strategi, og at virksomheden drives i overensstemmelse hermed. Såfremt en strategi ikke findes, bør arbejdet igangsættes. Der bør udarbejdes en proces, der starter med at klarlægge virksomhedens marked, konkurrencekraft mv. På det grundlag opstilles mål for de kommende år, som kan indgå i fastlæggelsen af budgetter og brydes ned i handlingsplaner. Der sker herefter en løbende opfølgning heraf og en eventuel justering af strategien, såfremt der sker ændringer i virksomheden eller dens omgivelser, der fordrer sådanne.

Afhængig af ledelsens kompetencer inden for dette felt, kan man med fordel inddrage eksterne konsulenter i dette arbejde. Erfaringen viser, at organisationer ofte skal have arbejdet med sådanne processer i et par år, før man får den fulde glæde heraf.

3.2.6. Intern Afhængighed

På samme måde som virksomhedens fremtidige udvikling kan være afhængig af eksterne interessenter såsom kunder og leverandører, kan dette også være tilfældet i forholdet til medarbejdere.

„Optimalt set har virksomheden udviklet systemer og opnået en størrelse, der gør, at virksomhedens udvikling ikke er afhængig af enkeltpersoners fortsatte tilknytning til og stærke engagement overfor virksomheden.“

3.2.6.1. Begrebsafklaring

Nedenfor gives eksempler på elementer, der påvirker virksomhedens score på denne Værdifaktor.

Afhængigheden af ejeren

Især for mindre virksomheder er der typisk en stor afhængighed af ejeren, som måske samtidig er stifteren af virksomheden. Ejeren er den person, der har bygget virksomheden op, kender alle kunder og medarbejdere og er fader til den kultur, der hersker i virksomheden.

Afhængigheden kan være meget specifik i form af eksempelvis tekniske kompetencer, som ingen andre i virksomheden har, stærke relationer til de største kunder/leverandører osv., men kan også være mere generel. Her tænkes eksempelvis på, at ejeren måske er den person, der samler virksomheden, og som medarbejderne har stor loyalitet og sympati overfor. En person, der løser de udfordringer, virksomheden løbende står overfor, og som afstikker retningslinierne for fremtiden.

Afhængighed af medarbejdere

På samme måde som ejeren kan have stor betydning for virksomheden, kan der også være ansatte, der er stærke nøglepersoner. Ofte vil det være inden for områder som produktudvikling, teknologi, salg mv. En salgschef kan således være den, der har de tætteste relationer til kunderne, kender deres behov og planer for fremtiden, ligesom produktudviklingschefen måske er den eneste person i virksomheden, der har overblik til at kunne færdiggøre igangsatte udviklingsprojekter.

Afhængighedens karakter er en smule forskellig i de to tilfælde. I ejerens tilfælde vil ejeren ofte være interesseret i at fortsætte i virksomheden i en overgangsperiode, da det kan medvirke til at salget gennemføres. Dette er nødvendigvis ikke tilfældet for den ansatte nøglemedarbejder, hvis interesse i at arbejde for en anden ejer ikke kendes, og som ikke på samme måde er økonomisk incentiveret til at fortsætte engagementet med virksomheden.

Ofte har ejeren imidlertid også et ønske om at fratræde virksomheden hurtigst muligt. Ønsket om salg af virksomheden er hyppigt opstået ud fra ønsket om at gå pension eller på grund af sygdom. Det kan også skyldes en erkendelse af, at der er behov for andre ledelsesressourcer, end de ressourcer ejeren besidder, hvilket et salg kan være løsningen på.

3.2.6.2. Indvirkning på værdi

De fremlagte budgetter, der danner grundlag for værdiansættelsen, er ofte aflagt under den forudsætning, at der ikke sker ejerskifte. Et ejerskifte og dermed også ofte et afledt ledelsesskifte indebærer en risiko for – i hvert fald på kort sigt – at forløbet ikke bliver som forventet. I det omfang, at den nuværende ejer/ledelse

ikke har gennemført tilstrækkelige tiltag til at reducere afhængigheden af nøglemedarbejdere, vil det påvirke værdien af virksomheden negativt. Nye ejere vil enten udarbejde mere forsigtige budgetter, hvor de forsøger at indarbejde de afledte (negative) effekter ved, at nøglemedarbejdere forlader virksomheden. Alternativt vil de øge afkastkravet for at tage højde for den usikkerhed, afhængigheden af nøglemedarbejdere giver.

3.2.6.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

For en køber er kontinuitet afgørende. Ofte er det første ejerår meget afgørende for succesgraden for hele købet. Det er i den periode, at køber skal tilegne sig viden nok til selv at kunne bidrage til ledelse af virksomheden. Det er i den periode, at virksomhedens medarbejdere, leverandører og kunder skal „vænne“ sig til en ny ejer. Derfor er kontinuiteten afgørende – at der skabes mindst mulig turbulens – således at virksomheden senest efter det første ejerår kan begynde den udvikling, køber har planlagt for virksomheden.

Erfaringerne er ofte, at ejerledere har svært ved at „fungere“ under et nyt ejerskab. Overgangen fra at kunne bestemme alt selv til nu at skulle spørge og rapportere er ofte for stor. Derfor ses det desværre mange gange, at den ønskede overgang afbrydes for tidligt. Det vil ofte medføre tab for køber, da den ønskede vidensoverførsel fra sælger til køber eller nyindsat direktør ikke lykkes.

Det er den type situationer, som køber ønsker at undgå, hvorfor køberne har interesse i, at den interne afhængighed og dermed risiko er mindst mulig.

3.2.6.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

For helt små virksomheder er det stort set umuligt at reducere afhængigheden af ejeren til et tilfredsstillende niveau. Og det er netop årsagen til, at mange af denne type virksomheder aldrig bliver solgt, idet køber vil stille krav om så stort et risikofradrag i prisen, at sælger ofte foretrækker at drive virksomheden videre nogle år og så eventuelt afvikle den.

Etablering af en professionel bestyrelse – hvis ikke den allerede eksisterer – vil ofte være et salgsmodningstiltag i sig selv, ligesom bestyrelsen naturligt efterfølgende bør overvåge den videre salgsmodning.

Oftest kan man reducere afhængigheden af ejeren ved – i takt med at virksomheden vokser – at tilknytte mellemledere, der får det operative ansvar for de enkelte funktionsområder – salg, indkøb, produktion osv. Dermed er afhængigheden af ejeren reduceret til den overordnede ledelse.

For lidt større virksomheder kan det være en løsning at ansætte en direktør, således at ejeren alene arbejder som bestyrelsesmedlem el.lign. Det er ikke nødvendigvis nogen nem opgave at tiltrække kandidater til den type stillinger, da de fleste ejere i bund og grund har svært ved at overlade ansvaret for virksomheden til andre. Taget i betragtning, at det for de fleste virksomhedsejere betyder, at de samtidigt også har overladt „forvaltningen af hele familieformuen“ til en ansat direktør, synes det ikke unaturligt, at ejerne kan have svært ved at give slip. Men lykkes det, er der skabt grobund for værdiskabelse.

Det er endvidere en god strategi at lade ejeren træde mere og mere tilbage fra

den daglige drift af virksomheden i årene forud for et salg. Dels styrker det udviklingen af den ansatte ledelse, reducerer afhængigheden af ejeren, og endelig forbereder det også ejeren mental på en anden dagligdag efter salget, jf. senere.

En komplementerende metode til at reducere den interne afhængighed er at øge dokumentationsgraden af de funktioner, der udføres i virksomheden. Her tænkes bredt, lige fra organisationsplaner, stillings- og funktionsbeskrivelser, over procedure- og forretningsgangsbeskrivelser til teknisk dokumentation samt anvendelse af CRM-systemer. På den måde bliver vigtig viden dokumenteret, og dermed reducerer virksomheden sin afhængighed af enkeltpersoner.

Som led i salgsmodning af denne Værdifaktor er det endvidere vigtigt, at nøglemedarbejdere er identificeret og tiltag foretaget med henblik på at øge nøglemedarbejderes loyalitet overfor virksomheden. Det kan ske ved at tildele nøglemedarbejdere ansvarsområder, der giver dem de nødvendige udfordringer, og som medvirker til en stor arbejdsglæde. Særlige incitamentsprogrammer, der løber over en årrække vil også medvirke til, at nøglemedarbejdere har incitament til at blive i virksomheden efter et salg.

Bestyrelsen vurderes at være en væsentlig bidragsyder til salgsmodning af denne Værdifaktor. Nogle af tiltagene, såsom øget dokumentationsgrad, kan implementeres forholdsvis hurtigt, hvorimod reduktion af afhængigheden af ejeren ofte er en langsigtet proces.

3.2.7. Indtjening, cash flow og struktur

Som det fremgik i kapitel 2, er indtjening og cash flow centrale begreber ved værdiansættelse og salgsmodning. I bund og grund udgør indtjening og cash flow „hjertet“ i værdiansættelsen.

Optimalt set bør en virksomhed, der er i salgsproces, kunne fremvise

„en historisk flot stigende indtjening, der forventes at fortsætte i budgetperioden samtidig med, at indtjeningen også forplanter sig til et væsentligt cash flow. Endvidere skal selskabsstrukturen være logisk og skattemæssig optimal“

3.2.7.1. Begrebsafklaring

Nedenfor følger nogle af de forhold, der afgør, hvor salgsmodnet en virksomhed er.

Indtjening

Det er alene den fremtidige indtjening, som køber får adgang til, og som derfor danner grundlag for værdiansættelsen. Det vil dog være fejlagtigt at konkludere, at den historiske indtjening er uden betydning. Den historiske indtjening benyttes til at sandsynliggøre budgetterne i budgetperioden. Vækstrater, dækningsgrader, EBITDA og EBIT marginer, omkostningsprocenter og investeringsbehov for de seneste år gennemgås nøje for enten at be- eller afkræfte de indtjeningsforløb, som budgetterne illustrerer.

Hvis dækningsgraden således har været under pres historisk, skal der stærke

argumenter til for at kunne anvende stabiliserede dækningsgrader i budgetterne. Hvis omsætningsvæksten historisk har været aftagende, vil man ikke kunne anvende højere vækstrater i fremtiden uden at kunne fremlægge en konkret plan, der sandsynliggør dette.

Det er også vigtigt at have en forståelse af følsomheden på eksterne forhold såsom råvare- og energipriser, valutakursforhold mv., idet det er forhold, som virksomheden ikke har indflydelse på, og som virksomheden kun i varierende omfang vil have mulighed for at kunne overføre til næste led i værdikæden.

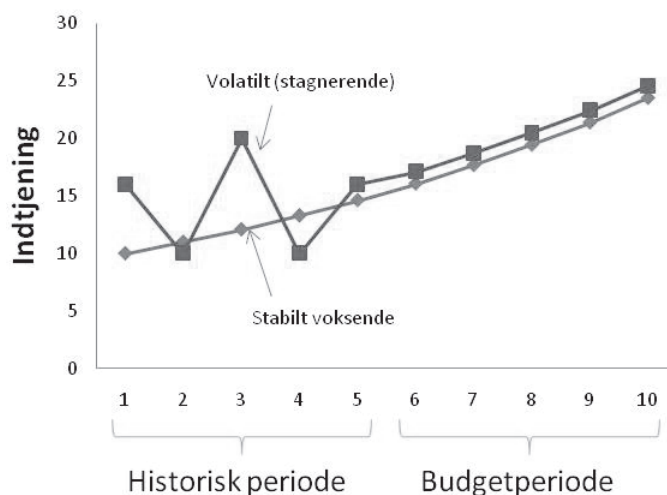
Har virksomheden i et af de sidste fire år haft et dårligt resultat, skal baggrunden herfor vurderes. Er der tale om et enkeltstående forhold, eller er det udtryk for en normal risiko i branchen, at man en gang imellem har et regnskabsår, hvor der opstår uforudsete negative afvigelser.

Specielt, hvis en sådan negativ afvigelse sker i det seneste regnskab, kan det have en stor negativ effekt, idet det kan indikere en turbulens omkring virksomheden, som også vil påvirke resultaterne i budgetperioden.

Der er med andre ord behov for, at der er en stabilitet omkring driftsresultaterne. Hvis virksomheden er midt i en omskiftelig periode med eksempelvis snarlig ny produktlancering, tab af en væsentlig kunde, tab af nøglemedarbejdere, eller midt i at levere det største projekt i virksomhedens historie, eller er ved at indføre en helt ny teknologi og maskinpark, eller er midt i – for første gang – at source alt produktion til udlandet, er det sjældent det rette tidspunkt at sælge på. Fremtiden vil være alt for afhængig af, hvordan virksomheden håndterer de eksempler på udfordringer, der er skitseret.

Sælger vil have svært ved at overskue konsekvenserne af disse markante forandringsprocesser, og køber vil have endnu sværere herved, hvilket forhåbentligt illustrerer, hvor kompliceret en handel vil være under disse omstændigheder.

Opsummerende er det derfor vigtigt, at virksomhedens indtjening forud for et salg er stabilt og meget gerne voksende. Dette er også forsøgt visualiseret i nedenstående figur.



Hos potentielle købere vil der være størst tiltro til budgettet i den virksomhed, der kan fremvise en historisk stabilt voksende indtjening. Er den historiske indtjening derimod præget af store udsving og stagnerende omkring det samme niveau, vil der være væsentlig mindre tiltro til, at virksomheden vil være i stand til at skabe en stabil fremgang i indtjeningen.

Fokus på den historiske indtjening kan endvidere friste virksomhedsejere til at „optimere“ indtjeningen ved at spare på omkostninger, der ikke på kort sigt har stor driftsvirkning. Det kan være omkostninger som produktudvikling, markedsføring, investeringer og andre udgifter, der først skaber indtjening i årene efter. Specielt de seneste handler inden for detailbranchen, hvor EBIT-multiplen aftales på et regnskabsår, der endnu ikke er færdiggjort, har sandsynligvis øget fokus på denne form for „optimering“.

Ved en effektiv og transparent værdiansættelse er dette dog ikke en valid optimering. Som udgangspunkt må det forventes, at virksomheder kun bruger midler på eksempelvis produktudvikling og markedsføring, såfremt det giver et afkast, selvom dette først bliver i en efterfølgende periode. Hvis man har en forventning om, at et investeret beløb i markedsføring betaler sig tilbage med et dobbelt beløb i den efterfølgende periode – blot for at simplificere problemstillingen – vil en sparet udgift på 1 mio. kr. i salgsåret medføre tab af indtjening på 2 mio. kr. året efter. Selv ved en meget høj WACC vil det således ødelægge værdien af undlade markedsføringsindsatsen, selvom det forbedrer det aktuelle års resultat.

Cash flow

Det er ikke overraskende for virksomhedsejere, at indtjening har en indflydelse på værdien af deres virksomhed. Hvad der imidlertid er overraskende for mange, er, at det reelt er cash flowet, der er den afgørende parameter – mest tydeligt i DCF modellen. Dette fremgik også i kapitel 2, hvor DCF modellen blev fremhævet som den metode, der oftest bliver anvendt i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder. Det er ikke blot det fremtidige cash-flow, der afgør værdien af virksomheden – de historiske cash flows har stor betydning for værdien af de aktier, der sælges. For det første viser de historiske cash flows evnen til at konvertere den regnskabsmæssige indtjening til likviditet. For det andet har forbruget af cash flows historisk betydning for niveauet af den nettorentebærende gæld på salgstidspunktet. Dette influerer direkte på værdiestimatet, da nettorentebærende gæld fragår det gældfri værdiestimat (EV) ved estimation af værdien af egenkapitalen – uanset, om man anvender DCF modellen eller multipler som EV/EBIT eller EV/EBITDA.

Som det blev vist i kapitel 2, er det frie cash flow en funktion af 1) væksten, 2) EBITDA-margin, 3) selskabsskat, 4) investeringer i arbejdskapital og 5) investeringer i anlægsaktiver. Det følger heraf, at det er centralt at have fokus på disse value drivers. Historisk har det vist sig, at mange virksomhedsejere især ikke har været opmærksom på, at unødigt opbygning af arbejdskapital har reduceret værdien af deres virksomhed. På samme måde har mange virksomhedsejere heller ikke været opmærksomme på, at det som udgangspunkt ikke skaber værdi at vokse, hvis væksten kræver endnu større investeringer i arbejdskapital og anlægsaktiver end

den afledte indtjening berettiger til. Med andre ord skal afkastet på investeringerne være større end det afledte afkastkrav.

Struktur

Ved struktur tænkes i denne sammenhæng på flere forhold.

Et forhold knytter sig til, om selskabsstrukturen ideelt set er logisk og understøtter forretningen. Er selskabsstrukturen eksempelvis gennemskuelig for en potentiel køber? Er det tydeligt, hvorledes virksomheden opererer, og synes det hensigtsmæssig, eller skal en ny ejer af virksomheden arbejde med disse forhold? Er ejendomme eventuelt placeret i et særskilt selskab, så det forholdsvis uproblematisk er muligt at sælge dem til anden side? Ejer det selskab, der skal sælges, alle relevante aktiver som fx opfindelser mv., eller ejes disse af holdingselskaber, aktionærer mv.? Har der været mange koncerninterne handler, som gør det kompliceret at få overblik over virksomhedens basale indtjening? Ejer selskabet andre virksomheder, som ikke naturligt hører til virksomheden, og som igen kan gøre en handel mere kompleks – herunder analyse af virksomhedens indtjening?

Et andet forhold knytter sig til, om selskabsstrukturen er hensigtsmæssig i forhold til et salg. Spørgsmål, der kan stilles i denne sammenhæng, er, om der eksempelvis er etableret en holdingstruktur, hvorved ejer ved salg af (drifts)selskabet kan udskyde den personlige beskatning til et senere tidspunkt. Og er der sket en slankning af balancen, eksempelvis ved frasalg af ikke-driftsrelaterede aktiviteter, kapitalnedsættelse eller udlodning af udbytte, således at køber ikke skal finansiere sådanne aktiver.

Det kan også have betydning, hvordan sælger har finansieret virksomheden. Selvom køber selv skal finansiere virksomheden efter et køb, vil det ofte være en fordel, hvis sælger har været i stand til at opnå en betydelig fremmedfinansiering, uden at denne er sikret med aktionærens kaution eller sikkerhedsstillelse. Det betyder nemlig, at finansieringskilder i forvejen har kreditvurderet virksomheden positivt, ligesom det kan lette købers finansiering på den måde, at den eksisterende bankforbindelse måske ønsker at fortsætte engagementet. Det vil også ofte vise sig at lette købers finansiering af købet, hvis virksomheden har opnået finansiering andre steder end hos sit pengeinstitut. Har virksomheden således den væsentligste del af sine anlægsaktiver leasingfinansieret hos et leasingselskab, har garantirammer hos kautionsselskaber (eksempelvis til arbejdsgarantier) giver dette en mindre belastning af virksomhedens engagement med pengeinstituttet, hvilket vil lette købers muligheder for at få købet finansieret.

3.2.7.2. Indvirkning på værdi

Virksomhedens fremtidige indtjening og cash flow er det centrale element i hele værdiansættelsen. Det er næppe nødvendigt at redegøre yderligere for dette her. Der er dog nogle særlige faktorer, man som virksomhedsejer skal være opmærksom på.

Købere vil ofte føle en større grad af komfort ved at investere i virksomheder, der har vist en historisk stabil udvikling i indtjeningen eller måske oven i købet har vokset kraftigt og med positive resultater til følge. Begge forhold vil typisk

influere positivt på indtjeningsforventningerne eller en justering af afkastkravet i nedadgående retning – dvs. forhold, der påvirker værdien af virksomheden positivt.

Købere foretrækker årsrapporter, der er transparente. Det skaber større tryghed. Det er således veldokumenteret, at informeres der bedre, fører det til lavere kapitalomkostninger og dermed en højere værdi. Et regnskab præget af mange transitoriske regnskabsposter, hyppige ændringer i anvendt regnskabspraksis eller manglende transparens (eksempelvis få noter) vil føre til større forsigtighed hos køber, hvilket influerer værdien negativt. Med andre ord skaber manglende transparens utryghed hos køber, ligesom der kan opstå generel usikkerhed med at opgøre virksomhedens indtjening.

I forlængelse af ovenstående foretrækker købere også, at der er en klar adskillelse mellem virksomhedsdrift og privatsfæren. Hvis en del af privatforbruget er kørt over driften, vil det ofte lede til en prisreduktion. Selvom man synes, at disse forhold kan korrigeres ved opgørelse af en normaliseret indtjening i virksomheden, vil det altid skabe tvivl hos en køber.

I det omfang, at selskabsstrukturerne i virksomheden ikke er klare eller logiske, vil det influere negativt på prisen for virksomheden. Både fordi køber efterfølgende skal arbejde med at tilpasse selskabsstrukturerne, men også fordi manglende transparens skaber usikkerhed om, hvilke områder der eksempelvis er lønsomme.

Etablering af en holdingstruktur øver ikke indflydelse på købers interesse for virksomheden eller for den sags skyld købers opfattelse af værdien af virksomheden. Til gengæld er det forbundet med store skattemæssige fordele for sælger, hvis der er etableret en holdingstruktur.

3.2.7.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Som nævnt tidligere findes der i princippet investorer til de fleste typer virksomheder. Der findes investorer, der foretrækker at købe virksomheder i økonomiske vanskeligheder og som vurderer, at de har kompetencerne til at gennemføre en turn around. Men det vil næppe være i en ejers interesse at salgsmodne til den type købere. Der findes dog betydelig flere investorer, der efterspørger virksomheder med en stabil positiv drift. Den stabile historiske drift skaber tiltro til, at virksomheden også vil være profitabel i perioden efter et salg.

Specielt finansielle købere har behov herfor, idet deres værdiansættelse af virksomheder i praksis er baseret på, hvor meget fremmedkapital, der kan fremskaffes til finansiering af købet. Det betyder reelt, at virksomheder med en turbulent historisk indtjening meget sjældent vil være en attraktiv investering for en finansiell køber, da denne kun i beskeden grad kan fremmedfinansiere købet, og dermed reduceres køberfeltet betragteligt.

Endelig kan en hensigtsmæssig finansiering af virksomheden øge købernes interesse i virksomheden, da kreditværdigheden således allerede er „testet“ og dermed ikke er forbundet med væsentlig usikkerhed.

3.2.7.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

Mange af de tiltag, der foreslås indenfor dette område, er tiltag, der allerede er gennemført i den veldrevne virksomhed. For sådanne virksomhedstyper vil de fleste af nedenstående salgsmodningstiltag derfor også være overflødige, da de allerede er indarbejdet.

Som fremhævet ovenfor bør det tilstræbes at kunne præsentere køber for en stabil virksomhed med god indtjening. Der er en betydelig række tiltag, som kan foretages med henblik på at forbedre virksomhedens indtjening og cash flow. Fokus bør i den sammenhæng være på en optimering af de enkelte value drivers. Det vil sige, at vækstopotentialet skal forsøges udnyttet, marginer optimeres, overflødig arbejdskapital elimineres, og anlægsinvesteringer afpasses nøje til det planlagte aktivitetsniveau.

Det er samtidig vigtigt, at de rapporterede regnskabstal er præget af høj kvalitet. Heri ligger, at driftsindtjeningen er drevet af kerneforretningen og ikke regnskabsposter af mere transitorisk karakter eller ændringer i anvendt regnskabspraksis. Det kan fx være avancer eller tab som følge af frasal, restrukturerings eller ændringer i den økonomiske levetid. Det er i den sammenhæng også vigtigt, at det kan dokumenteres, at driftsindtjeningen ikke er skabt ved at skære ned i såkaldte fremadrettede omkostninger som markedsføring og forskning og udvikling.

I især mindre virksomheder sker der nogle gange en sammenblanding af virksomhedens drift og ejernes privatforbrug. Udover den kendsgerning at det ikke er lovligt, kan det også vise sig at være en bekostelig affære for ejeren. Som det fremgik af kapitel 2 bliver virksomheder ofte handlet med udgangspunkt i en multipel, der ganges på den driftsmæssige indtjening. Hvis en virksomhed handles til en multipel på 10 i forhold til den driftsmæssige indtjening, vil det reducere værdien af virksomheden med 5 mio. kr., hvis virksomhedsejeren har afholdt private omkostninger over driften for 0,5 mio. kr.

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse tilstræbes typisk, at ikke-driftsrelaterede aktiver som likvider og værdipapirer holdes ude af handlen. Det vil for køber være u hensigtsmæssigt at overtage (og finansiere) sådanne aktiver. Derfor bør virksomhedens balance trimmes for ikke-driftsrelaterede aktiver før en overdragelse finder sted. Udover likvider og værdipapirer kan aktiver som ejendomme og kapitalandele i virksomheder (der falder uden for virksomhedens fokusområde) være eksempler på aktiver, der løftes ud af balancen, før et egentlig salg finder sted.

Etablering af en holdingstruktur sikrer, at ejer ved et senere salg af driftsselskabet kan udskyde den personlige beskatning til et senere tidspunkt.

Tidsmæssigt vil ovenstående tiltag variere. Nogle tiltag vil kunne gennemføres relativt hurtigt som trimning af balancen, mens andre tiltag tager væsentlig længere tid at gennemføre. Etablering af ændrede selskabstrukturer vil således ofte kræve nogen planlægning. Også på dette område vil bestyrelsen være en væsentlig aktør med henblik på at få gennemført de nødvendige tiltag - ofte bistået af revisor.

3.2.8. Dokumentationsniveau

Denne Værdifaktor vedrører graden af juridisk og økonomisk dokumentation i virksomheden.

„Optimalt set har virksomheden en høj grad af juridisk og økonomisk dokumentation, der kan være med til at sandsynliggøre og beskytte den fremtidige indtjening.“

3.2.8.1. Begrebsafklaring

Under Værdifaktoren Intern Afhængighed var der til dels fokus på, at forretningsgange, stillingsindhold, tekniske specifikationer mv. var behørigt dokumenteret. Denne værdifaktor har derimod mere fokus på de økonomiske og juridiske discipliner og er samtidig det område, der normalt underkastes den juridiske og økonomiske due diligence.

Økonomisk dokumentation

Herved forstås, at der er en høj dokumentationsgrad i virksomhedens økonomisystemer. Det indebærer bla., at

- Man har rettidig og retvisende løbende økonomirapportering
- Man kan vurdere dækningsgrader og indtjening på produktgrupper, kundegrupper og markeder
- Der udarbejdes løbende budgetter, budgetopfølgning mv., og at afvigelsesrapporter gennemgås, og behørig action tages derefter
- Man løbende kan opgøre ordrebeholdninger og sammenligne disse med sidste år
- Man har gode logistik- og produktionsstyringssystemer, der sikrer, at man hele tiden har eksakt viden om ordrestatus m.v.
- Man har et velfungerende risikostyringssystem
- Man har revisionsprotokoller med få eller ingen bemærkninger

I forbindelse med et salg vil køber efterspørge økonomirapporter, der informerer om væksten og indtjeningen målt på produktgrupper, kundegrupper og markeder. Undersøgelser har samtidig vist, at netop disse oplysninger har mange virksomheder vanskeligt ved at levere grundet manglende fokus og utilstrækkelige økonomisystemer. Det er derfor et område, som virksomheder bør have skærpet fokus på.

Tilsvarende vil køber efterspørge budgetter med henblik på at vurdere det fremtidige potentiale, ligesom køber vil efterspørge historiske budgetter og afvigelsesrapporter. Dette vil køber typisk efterspørge for at kunne vurdere forhold som ledelseskvaliteten og prognoseusikkerheden i virksomheden. Endvidere vil afvigelsesrapporterne vise tiltag, som er foretaget.

Afhængig af virksomheden vil køber efterspørge viden om de systemer, der vil være typiske for den pågældende virksomhed. For produktionsvirksomheder vil

køber efterspørge viden om logistik og produktionssystemer. For mere kundedrevne virksomheder vil CRM systemer have købers interesse. Det er derfor centralt, at sælger kan levere viden om disse systemer

Risikostyring og de anvendte risikostyringssystemer vil køber også efterspørge information om. Køber vil være interesseret i at få identificeret niveauet for risikostyring i virksomheden, hvilke risici sælger har vurderet som centrale og hvilke tiltag, som er foretaget for at styre risiciene. Køber vil i den sammenhæng vurdere, hvilke positioner man har fundet mest hensigtsmæssigt at dække af, og hvilke positioner man har ladet stå åbne med henblik på at vurdere de risici, virksomheden historisk har påtaget sig. Praksis viser i den sammenhæng, at virksomheder kun i begrænset omfang systematisk opbygger risikostyringssystemer, og at det ofte kun er de større virksomheder, som gør dette.

Endelig vil køber efterspørge revisionsprotokoller med henblik på at afdække, om der er forhold i økonomistyringen og afrapporteringen af virksomhedens resultater, der har påkaldt sig revisorernes opmærksomhed.

En høj dokumentationsgrad af økonomiske forhold er med til at underbygge, at man har en stærk økonomisk styring i virksomheden.

Juridisk dokumentation

Herved forstås bla., at man

- Har skriftlige samarbejdsaftaler med alle væsentlige kunder og leverandører
- Har sine produkter patentmæssigt beskyttet, i det omfang det er muligt og relevant
- Har sine øvrige immaterielle registreret og beskyttet
- Ikke har verserende retssager
- Har alle relevante godkendelser til driften af sin virksomhed, miljø m.v.
- Har ansættelseskontrakter på medarbejdere
- Har godkendte referater af bestyrelsesmøder

For køber er juridisk dokumentation ligeså vigtig som økonomisk dokumentation. Den juridiske information giver køber en sikkerhed for, at såvel materielle som immaterielle aktiver, der genererer den fremtidige indtjening, retsmæssigt tilhører den sælgende virksomhed. I den sammenhæng er skriftlige samarbejdsaftaler med alle væsentlige kunder og leverandører vigtige. Tilsvarende er det vigtigt, at virksomheden kan dokumentere, at centrale produkter eller produktionsprocesser er patentbeskyttet, i det omfang det er muligt og relevant. For væsentlige immaterielle aktiver gælder det, at de er registreret og beskyttet i det omfang, det er muligt. Ligeledes er det vigtigt, at virksomheden kan dokumentere, at alle godkendelser til at drive virksomhed er indhentet. Disse forhold, der naturligvis ikke er udtømmende, er med til at give køber et indblik i den sandsynlige fremtidige indtjening.

Der er også en række forhold, køber ønsker afdækket, som mere fokuserer på det fremtidige ressourcetræk. Det er således centralt, at sælger kan dokumentere, om virksomheden har belastende retssager kørende. Ansættelseskontrakter er

også vigtige at have på plads. Køber vil efterspørge disse for at vurdere eventuelle fremtidige forpligtelser, samt om man har bundet nøglemedarbejdere tilstrækkeligt tæt til virksomheden.

Opsummerende er en høj dokumentationsgrad om juridiske forhold med til at understøtte, at virksomheden er veldrevet og at væsentlige risici er afdækket.

3.2.8.2. Indvirkning på værdi

Nogle af ovenstående dokumenter – især de juridiske – er centrale for at beskytte virksomhedens fremtidige indtjening og forretning, og er derfor med til at skabe øget komfort herom.

Den økonomiske dokumentationsgrad vil være central for køber, især med henblik på at få efterprøvet virksomhedens budgettal, der har en stor betydning for værdiansættelsen. Hvis ikke virksomheden har et tilfredsstillende niveau af økonomistyring, vil det være svært at argumentere for robustheden af de udarbejdede budgetter.

Fremmedfinansieringsmuligheden vil også være meget afhængig af dokumentationsgraden. Usikkerhed om budgetter skaber utryghed hos køber, der vil øge sit risikotillæg. Dertil kommer, at dokumentationsgraden er nødvendig for at kunne etablere et tilfredsstillende Datarum til brug for købers due diligence.

Hvis ikke køber – senest gennem sin due diligence – føler at dokumentationsgraden er tilstrækkelig god, vil det typisk medføre utryghed hos køber med risiko for, at køber springer fra handlen, ønsker en økonomisk kompensation, eller kræver at dokumentationsgraden berigtiges, hvilket kan være svært at imødekomme under det tidspres, der ofte er ved en virksomhedshandel.

3.8.2.3. Indvirkning på virksomhedens omsættelighed

Manglende dokumentation influerer på købers interesse på flere måder. For det første er det vanskeligt at forestille sig, at en køber vil drive virksomheden med en dårlig dokumentationsgrad. Såfremt den ikke er tilfredsstillende på købstidspunktet, skal køber selv i gang med at etablere en sådan. Det vil påvirke købsinteressen for virksomheden negativt.

For det andet er det vigtigt, at sælger kan fremskaffe den fornødne økonomiske og juridiske dokumentation i forbindelse med en virksomhedshandel. Jo bedre dokumentationsgrad desto større transparens vil køber føle, at transaktionen bliver gennemført under. Det vil øge sandsynligheden for, at virksomhedshandlen bliver gennemført, da det giver køber øget komfort.

3.2.8.4. Salgsmodningstiltag og tidsperspektiverne heri

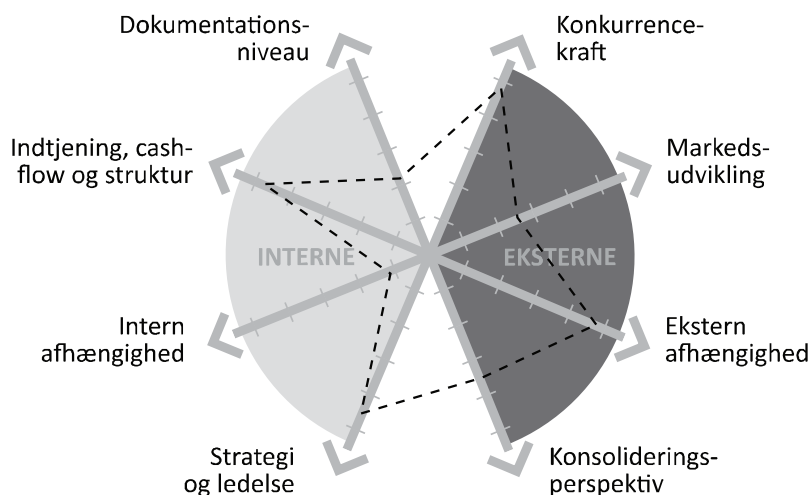
Denne Værdifaktor kan på mange områder hurtigt etableres. Ganske vist kan indførsel af økonomiske styringssystemer tage tid, men med en målrettet indsats vil en del forhold kunne modnes i løbet af forholdsvis kort tid.

På det økonomiske område, vil revisor givet kunne spille en væsentlig rolle som rådgiver, ligesom virksomhedens advokat har sin naturlige funktion i at få den juridiske dokumentation etableret.

3.3. Sammenfatning på salgsmodning

Et naturligt grundlag for salgsmodning af en virksomhed er først at få identificeret salgsmodningsbehovet på de enkelte Værdifaktorer. Dette arbejde initieres ofte af virksomhedens direktion og bestyrelse. Det bør dog overvejes, om der kan skabes yderligere værdi ved at involvere andre rådgivere herunder bla. revisor.

Resultat af en sådan proces kan rent grafisk illustreres i nedenstående skema:



Konklusionen vil således ofte være, at virksomheden på nogle Værdifaktorer har behov for en salgsmodning, og på andre områder har et mindre behov. Skemaet kan danne grundlag for en prioritering af salgsmodningsindsatsen de kommende år frem.

Afslutningsvis kan det være relevant at svare på følgende typiske spørgsmål:

Kan en virksomhed, der ikke er salgsmodnet ikke sælges?

Sandsynligheden for at gennemføre et salg er væsentligt reduceret. Det er dog ikke ensbetydende med, at en virksomhed ikke kan sælges.

- Eksempelvis vil en finansiel køber ikke beklage sige over, at virksomhedens arbejdskapital er for høj. Den finansielle køber vil blot selv reducere den og tage gevinsten
- Virksomheder med presset indtjening har også appel til den type købere, der netop har de fornødne kompetencer til at lave en turn around og så videre-sælge virksomheden senere. Den type købere foretrækker faktisk at købe virksomheder, der er drevet dårligt, men som har et potentiale
- Virksomheder, der har en betydelig del af omsætningen hos en kunde, ses også solgt – ofte til den betydende kunde.

Så virksomheder, der ikke er salgsmodnet, kan også sælges, om end sandsynligheden er betydeligt mindre, og frem for alt vil værdien være negativt påvirket af manglende salgsmodning.

Dette notat har valgt at se på salgsprocessen set fra sælgers og dennes rådgivers side. Det vil sige, at et salg ikke er et succeskriterium i sig selv – det skal samtidig være et salg, hvor prisen på virksomheden er så høj som muligt. I bestræbelserne på at nå dét succeskriterium, er en salgsmodning efter dette kapitels retningslinjer eller tilsvarende påkrævet.

Hvorledes gennemføres salgsmodningsprocessen uden at røbe, at man søger et senere salg?

Ofte er virksomhedssalget afhængig af høj diskretion, således at kun en lille skare blandt medarbejdere – nogen gange slet ingen – er orienteret.

Dog kan en salgsmodningsproces godt gennemføres, uden at det nødvendigvis påkalder sig særlig opmærksomhed. Hvis man betragter de salgsmodningstiltag, der er nævnt som eksempler i notatet, har de fleste blot til hensigt at sikre, at man driver virksomheden på optimal vis. Med andre ord vil en strategiproces i en virksomhed med henblik på at skabe vækst og udvikling i virksomheden dække over mange af de samme tiltag. Derfor er der reelt set ikke ret mange tiltag, der alene har til hensigt at salgsmodne. Alle tiltag har derimod det tilfælles, at de er med til at maksimere værdien af virksomheden, og det er reelt en opgave, bestyrelse og ledelse har i forvejen.

Hvad nu, hvis man ikke gennemfører et salg alligevel?

Som det allerede fremgår af det sidste svar, er situationen ikke den, at en salgsmodningsproces betyder, at virksomhedsejeren ender op med at eje en virksomhed, der skal sælges. Tværtimod har den form for arbejde aldrig været forgæves.

Under en salgsmodning har virksomheden udviklet konkurrencekraft, søgt mod vækstmarkeder, udnyttet mulige synergier ved opkøb, reduceret afhængigheden af eksterne parter, fået fastlagt en klar strategi, reduceret afhængigheden af ejeren, fået en stærk økonomistyring, herunder bedre styring af arbejdskapitalen, fået kontrol over alle relevante juridiske forhold osv. Alt sammen karakteristika som kendetegner den veldrevne virksomhed, og som skaber værdi for dens ejer – uanset om det er en ny eller den samme ejer.

Med andre ord skaber en salgsmodning værdi, også selv om den ikke realiseres ved et efterfølgende salg.

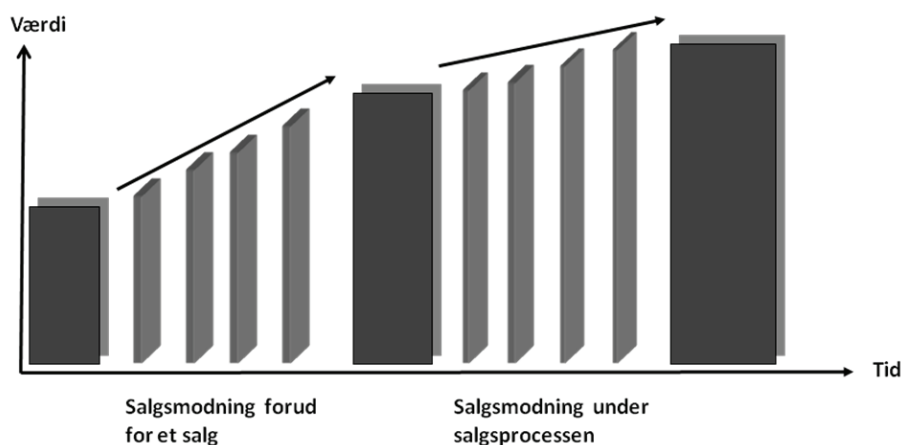
Hvis ikke man føler sig egnet til at salgsmodne?

For nogle vil en salgsmodning kræve væsentlige investeringer og udsætte ejeren for en økonomisk risiko, såfremt investeringerne ikke har den ønskede effekt. Andre kan måske have glæde af en kapitalmæssig partner i salgsmodningsprocessen, dels for at tage en del af risikoen, dels for at tilføre viden og ekspertise. I disse situationer kan det vurderes, om man skal gennemføre et delsalg til eksempelvis en kapitalfond med henblik på sammen at salgsmodne til et endeligt salg om 4 – 7 år.

4. Optimering af værdi i salgsprocessen

I det foregående kapitel har fokus været lagt på de tiltag, som virksomheden kan gennemføre for at salgsmodne i perioden op til et salg. Der er imidlertid også en række forhold, der kan optimeres i salgsprocessen med det formål at bidrage til at skabe øget værdi for ejeren – på lige fod med de salgsmodningstiltag, der måtte være gennemført i årene op til salgsprocessens start. Det er disse optimeringstiltag, der søges afdækket i dette kapitel.

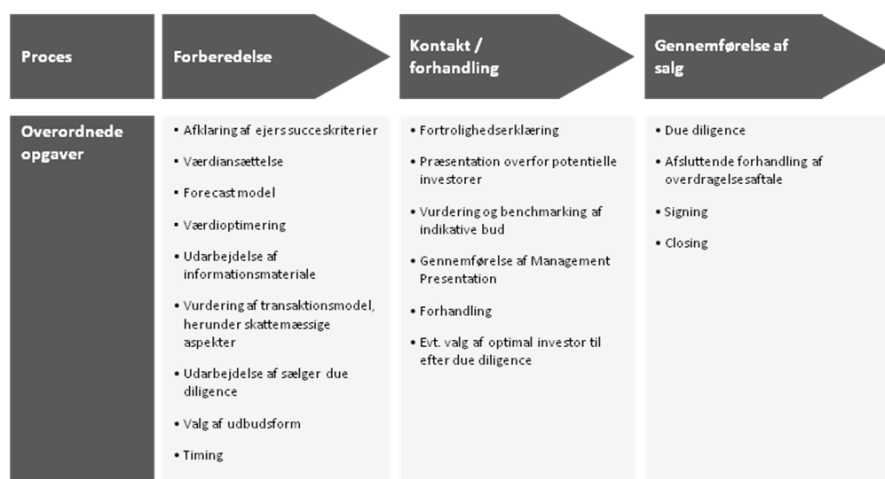
Sammenhængen kan illustreres således:



4.1. Salgsprocessens bestanddele

Først over de seneste ti år er virksomhederne, som er målgruppen for dette notat, begyndt at vise interesse for en struktureret salgsproces. Indtil da opstod mange handler ved, at sælger kontaktede den umiddelbart mest oplagte køber – eller at en køber kontaktede virksomheden. Der var således tale om en forholdsvis simpel proces, der kun involverede få parter.

Således er der stadig mange virksomhedshandler, der gennemføres, omend andelen vurderes at være stærkt faldende. I stedet anvendes corporate finance rådgivere til at gennemføre en struktureret salgsproces, der kan forløbe som anført i nedenstående figur.



Processen er opdelt i 3 faser. Den første fase er en forberedelsesfase, hvor sælgers succeskriterier for et salg fastlægges. Virksomheden værdiansættes og det vurderes, hvilken køberprofil, der skønnes at kunne tilfredsstille sælgers kriterier bedst, hvorefter disse identificeres.

Det vurderes, om det er rette timing for et salg, eller om der måtte være tiltag, der skal iværksættes inden et salg. Der udarbejdes et Informationsmateriale om virksomheden (Information Memorandum), og det besluttet, hvorledes virksomheden skal udbydes.

Næste fase består af en kontakt til de udvalgte købere, præsentation heraf med henblik på, at køber kan fremkomme med indikative bud på virksomheden, og den videre forhandlingsstrategi fastlægges herefter.

Fase 3 består af købers due diligence, forhandling af endelige kontraktvilkår og gennemførelse af handlen (closing).

Fordele ved en struktureret salgsproces er mange. For det første får man flere bud på, hvorledes virksomhedens værdi opfattes af forskellige købere. For det andet kan man sikre et højt moment i processen på grund af konkurrencesituationen, og for det tredje giver det betydeligt bedre vilkår for salget, som følge af den noget stærkere forhandlingsposition, som sælger har.

Dette kan også illustreres så følgende vis, hvor de typiske fordele/ulemper ved at vælge en struktureret salgsproces er anført, i forhold til blot at vælge forhandling med én køber.

	Kontrolleret auktion (Mere end 5 købere)	Restriktiv salgsproces (2 - 5 udvalgte købere)	Fokuseret salgsproces med kun en køber
	1. Øger konkurrencen mellem køberne. 2. Fleksibilitet i timing og valg af købere. 3. Købere kender "reglerne" og følger dem. 4. Giver sælger den optimale pris med høj andel af de mulige synergier.	1. Rimelig høj sikkerhed for optimal pris. 2. Giver momentum med udvalgte købere, som leverer hurtig feedback. 3. Fortrolighed fastholdes længere.	1. Størst fortrolighed og begrænset offentligt kendskab. 2. Mindst forstyrrende for selskabet og dets ansatte. 3. Hurtigst at udføre, med mindre køber udnytter sin eksklusivitet til at trække forhandlinger i langdrag.
	1. Reduceret følelse af eksklusivitet. 2. Fortroligheden i processen (salget bliver måske kendt). 3. Kan være relativt tidskrævende ved flere samtidige forhandlinger. 4. Fordrer at sælgende selskab har en vis størrelse og grad af attraktivitet.	1. Kan misse potentielle købere.	1. Risiko for ikke at opnå maksimal værdi og optimal løsning set ud fra en generel betragtning. 2. Kun indirekte pres på køber.
Antal deltagere involveret	+++	++	+
Fortrolighed	+	++	+++
Indflydelse på daglig forretning i processen	+	++	+++
Forhandlingsstyrke	+++	++	+

I de efterfølgende afsnit vil de dele af processen, som især har indflydelse på værtdioptimeringen blive belyst:

4.2. Køberidentifikation

For at opnå højest mulig pris for virksomheden er det vigtigt at få tiltrukket flest mulige købere. Det er derfor vigtigt at være i stand til at identificere, hvilke finansielle og industrielle købere – i ind- og udland – der kan have interesse i virksomheden.

Oftentimes vil virksomhedens ledelse selv have en vis ide om mulige danske industrielle købere gennem deres mange års virke i branchen.

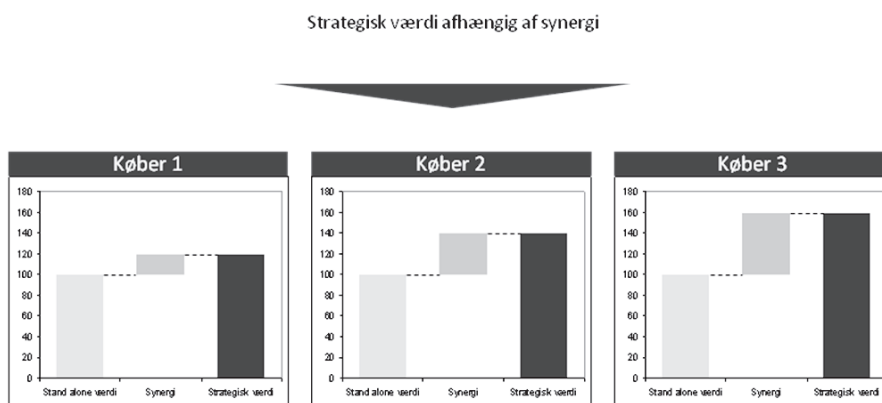
For så vidt angår finansielle købere, kan de fleste via internettet finde frem til en lang række af disse. Det er dog vigtigt, at en sådan liste gennemgås kritisk, således at man alene ender op med en kvalificeret liste af finansielle købere for at spare vigtig tid i salgsprocessen, men også for at sikre diskretionen. De finansielle købere er meget forskellige i forhold til ønsker om størrelse af virksomhed, industri mv., ligesom de har forskellige kompetencer at tilføre virksomheden.

Især i et lille land som Danmark bliver det selv for virksomheder med helt ned til 30 – 50 ansatte relevant at vurdere, om der findes udenlandske købere. Dels kan det være, at virksomheden er i en niche, der gør, at man allerede er én af de væsentligste aktører på det danske marked, dels er der måske kun 2 – 3 mulige danske købere, der har finansiell styrke og strategisk rationale til at gennemføre et køb – og det vil typisk være et for lille antal mulige købere til at skabe et optimalt resultat.

Identifikation af udenlandske købere – såvel industrielle som finansielle – kræver anvendelse af udenlandske rådgivere, hvilket typisk praktiseres gennem den valgte Corporate Finance rådgiver.

For så vidt angår de industrielle købere, bør man allerede inden kontakt søge at afdække omfanget af synergier, idet dette vil få indflydelse på den pris, køberen er villig til at betale. Køberne vil naturligt have forskellige niveauer af synergier og

har derfor alle forskellige fremtidige indtjening/likviditetsforløb, hvilket gør, at de når frem til forskellige værdier.



Det er derfor vigtigt, at man når op på et vist antal interesserede købere, og at man har foretaget grundige analyser af køberemnerne, før de kontaktes, således at succesraten for kontakt er maksimeret.

4.3. Vendor (Sælger) Due diligence

Vendor due diligence betyder, at sælger – eller typisk dennes rådgivere – selv gennemfører due diligence forud for kontakten til købere.

Due diligence har traditionelt dækket over de undersøgelser, som køber foretager efter at have afgivet en hensigtserklæring om køb, men før køber er forpligtet heraf. Formålet med due diligence er dels at sikre, at de informationer, køber har fået gennem salgsprocessen, er korrekte, at vurdere om væsentlige betingelser for købers køb er opfyldt samt endelig at afdække forhold, som har været ukendte og som har betydning for køkets gennemførelse eller de vilkår, som købet gennemføres efter.

Køber lader normalt due diligence gennemføres af revisor, advokat, tekniske rådgivere, miljøkonsulenter mv., og det er forbundet med væsentlige omkostninger at gennemføre denne. Dette forhold benyttes ofte af købere som argument for at kræve eksklusivitet – dvs., at sælger afskærer sig fra at have dialog med og/eller føre forhandling til anden side. Da due diligence – afhængig af virksomhedens kompleksitet – nemt tager 4 – 6 uger, før konklusionerne foreligger, efterlader det sælger i en meget følsom situation, såfremt vilkårene for salget skal genforhandles på grund af forhold fundet under due diligence.

I den mellemliggende periode har der således ikke været kontakt til andre købere, og det vil svække sælgers forhandlingsposition betydeligt, hvis han skal genoptage kontakten med de købere, der i første omgang er sorteret fra.

Derudover kan der i forbindelse med due diligence opstå forhold af negativ karakter, som køber ikke har været bekendt med og som sælger ikke har oplyst, fordi sælger ikke selv har været klar over forholdet. Mange virksomheder drives i dagligdagen uden al for megen fokus på det juridiske grundlag, formalia mv, og

nogen gange viser det sig, at formalia ikke helt lever op til det, som virksomhedsejeren selv troede var tilfældet. Det skaber en dårlig forhandlingsposition. Dels kan det skabe utryghed hos køber, måske endda reducerer tilliden til sælger. Under alle omstændigheder er det forhold, der risikerer at ødelægge værdien for sælger.

Af ovenstående årsager er man – specielt i lidt større transaktioner – begyndt at gennemføre vendor due diligence, hvor sælger selv engagerer rådgivere til at foretage en due diligence, svarende til den, som en køber vil foretage.

Dette muliggør mindst to forhold:

Dels bliver sælgeren selv opmærksom på eventuelle svagheder i due diligence materialet, før kontakten til købere er foretaget, hvorfor sælger får en mulighed for enten at berigtige forholdet, eller få det kommunikeret til købere på forhånd.

Dels svækker det købers argument om at skulle have eksklusivitet, når due diligence skal gennemføres. I stedet kan køber modtage den udarbejdede Vendor Due Diligence rapport, og købers supplerende due diligence kan gennemføres betydeligt hurtigere og med begrænsede omkostninger til følge.

Med andre ord giver Vendor Due Diligence mulighed for at sikre, at der sker en troværdig kommunikation til køberne gennem hele processen, samt at der gives mulighed for at fastholde konkurrencemomentet mellem køberne i længere tid, før eksklusivitet til sidst gives i en meget kort periode.

4.4. Foranalyser omkring købers fremmedfinansieringsandel

En vigtig parameter ved beregningen af WACC er graden af fremmedkapital, der kan forventes anskaffet til finansieringen af købet.

Oftest arbejder man på værdiansættelsestidspunktet med en anslået fremmedfinansieringsandel ud fra analyser af tilsvarende børsnoterede virksomheders gældsandel.

Specielt ved salg til finansielle købere kan det være en fordel – inden salgsprocessen igangsættes – at vurdere niveauet for mulig fremmedfinansiering ved at præsentere projektet for en eller flere banker. Dette giver mulighed for et bedre estimat for fremmedkapitalandelen og dermed på den WACC, der konkret vil kunne bruges ved beregning af værdien af den pågældende virksomhed. Kendskabet hertil giver en øget forhandlingsstyrke.

4.5. Præsentation af virksomheden

Præsentationen af virksomheden for de mulige købere sker ad flere omgange og på forskellige måder.

Den første præsentation af en vis tyngde er, når køber får udleveret Informations Memorandum. Heri er beskrevet virksomheden, dens strategi, marked og produkter, konkurrencesituation, produktions- og logistiske forhold, organisation, de historiske finansielle resultater og budgetter for de kommende 3 – 5 år.

Information Memorandum adresserer også virksomhedens udviklingsmuligheder, herunder de synergier, der forventes at kunne udnyttes ved salg til industrielle købere.

Det er vigtigt, at Information Memorandum indeholder de forhold, som skaber værdi hos en køber, da det er med til at skabe en interesse for og en høj værdi på virksomheden. Det er omvendt også vigtigt, at beskrivelsen er realistisk, at budgetterne er opnåelige m.v.

Situationen er nemlig den, at købernes første værdiindikation på virksomheden primært er baseret på det udleverede Information Memorandum, og generelt set er værdiindikationerne ikke af højere kvalitet end det Information Memorandum, der er distribueret, og som ligger til grund for værdiindikationen. Indeholder dette forventninger om væsentlig vækst, som en køber siden hen under sin due diligencen konstaterer ikke er realistiske, vil købers værdiansættelse falde, og det vil reducere muligheden for at gennemføre salget.

Den næste præsentation af en vis tyngde er købers møde med virksomhedens ledelse (Management Presentation), der i visse tilfælde også vil være ejer. Det er vigtigt, at mødet giver et godt og realistisk indtryk af ledelsen og virksomheden, og at forhold, som bekymrer mulige købere, håndteres på en hensigtsmæssig måde.

Det er ofte på baggrund af Management Presentation, at køber fremkommer med mere forpligtende værdiindikationer, og det er som regel ikke nemt at kompensere for et dårligt førstehåndsindtryk.

Det er derfor sammenfattende vigtigt, at kommunikationen med køberne håndteres på en hensigtsmæssig og struktureret måde.

4.6. Bevaring af konkurrenceelementet i salgsprocessen

Uagtet at såvel køber som sælger bruger væsentlige ressourcer på at udarbejde værdiansættelser, må det konstateres, at værdiansættelse ikke er en eksakt videnskab, og at der i værdiansættelsen er mange skøn, der må foretages, hvorfor de fleste købere arbejder med et værdiinterval.

Især de industrielle købere har synergier af forskellig art og omfang, og derfor har de principielt hver især deres øvre smertegrænse for, hvilken værdi, de vil betale for en virksomhed.

Fælles for køberne er, at de helst vil købe billigst muligt, uanset hvad deres smertegrænse måtte være.

Den bedste måde for en sælger at sikre sig – under de ovenfor givne omstændigheder – at vedkommende opnår den bedst mulige pris, er ved at sikre et højt konkurrenceelement i hele salgsprocessen. Den, der har den største forhandlingsstyrke, vinder forhandlingen. Og en stærk forhandlingsstyrke får man bla. ved at have alternativer i form af flere købere og forstå deres motiver for at købe virksomheden.

Dette er vel nok en af de væsentligste årsager til at engagere rådgivere til at styre en struktureret salgsproces, og ofte viser det sig at skabe betydelig merværdi.

5. Salgsmodning af ejere

Dette notat har fokuseret på at salgsmodne virksomheden med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. Endvidere er tiltag i salgsprocessen beskrevet med henblik på at sikre sælger de bedst mulige vilkår ved et salg. Forudsætningen for, at et salg imidlertid kan finde sted, er, at ejer er villig til at sælge virksomheden. Før en ejer når til den erkendelse, at et salg af virksomheden er et fornuftigt næste skridt i tilværelsen, er der imidlertid en række forhold, der skal afklares. Som afslutning på dette notat ændres fokus derfor fra virksomheden til ejerne og adresserer nogle af de overvejelser, ejere skal igennem, før de er klar til et salg af deres livsværk.

5.1. Personlig afklaring

Ejer har ofte en lang historie i virksomheden og kender såvel de ansatte i virksomheden som mange af virksomhedens samarbejdsrelationer. Ved at sælge virksomheden brydes mange af disse bånd, og i visse tilfælde ganske nære sociale relationer. Dette kan gøre et salg vanskeligt.

Ejer kan også udskyde et eventuelt salg, hvis potentielle arvtagere i familien endnu ikke er afklaret eller har bevist, at de besidder de fornødne kompetencer til at køre virksomheden videre.

Værre er det, hvis ejer skønner at være den eneste, der kan drive virksomheden videre og slet ikke kan forestille sig en anden ejer/leder af virksomheden. I sådanne tilfælde vil det være meget vanskeligt for ejeren at nå til den erkendelse, at virksomheden på et tidspunkt skal sælges.

For at ejer kan opnå en personlig afklaring omkring sin egen rolle i virksomheden, er det vigtigt at sparre med kollegaer i netværket, der er i samme situation. Revisor bør også spille en aktiv rolle i den sammenhæng. Revisor har ofte opbygget et særligt tillidsforhold til ejer, der gør, at revisor kan hjælpe ejer med at blive personlig afklaret omkring sin fremtidige rolle i virksomheden. Ægtefælle eller samlever vil også være naturlige sparringspartnere i denne sammenhæng.

I afklaringsprocessen må ejer forholde sig til en række forhold – både vedrørende virksomheden, men også forhold af mere personlig karakter. Af typiske spørgsmål, ejer bør forholde sig til vedrørende virksomheden, kan nævnes:

- Har ejer stadig den energi og drivkraft, som kræves for at bidrage til virksomhedens fortsatte udvikling?
- Bør ejers rolle ændres i virksomheden – fx fra direktør til bestyrelsesformand?
- Har virksomheden behov for en anden struktur for at komme videre i virksomhedens livscyklus?
- Hvilken ejerstruktur vurderer ejer er mest hensigtsmæssig på sigt?
- Besidder familien de fornødne kompetencer til at videreføre virksomheden i tilfælde af sygdom eller dødsfald?

- Er familien parate til at sælge virksomheden i tilfælde af sygdom eller dødsfald?
- Har ejer den samme risikovillighed for at kunne drive virksomheden optimalt?
- Osv.

Som eksempler på spørgsmål af mere personlig karakter kan nævnes:

- Er tidsforbruget på virksomheden og familie og venner det rette?
- Skal der være mere tid til familien – herunder børn og børnebørn?
- Skal der være mere tid til fritidsinteresser?
- Er ejer ved godt helbred eller er ejer mærket af arbejdslivet?
- Er privatøkonomien efter et salg tilstrækkelig robust til, at ejer kan lade sig pensionere?
- Osv.

Mennesket har tendens til at skubbe større eller besværlige beslutninger foran sig. Det kan være timingen med at blive forældre, eller hvornår man bør opsøge læge grundet helbredsproblemer. Tilsvarende har mange virksomhedsejere tendens til at skubbe beslutningen om, hvad der skal ske med virksomheden, i fremtiden. Problemet bliver stadig mere aktuelt, jo ældre ejeren bliver, og problemet kan blive særdeles aktuelt, hvis sygdom eller dødsfald indtræffer. Derfor er anbefalingen, at ejer på et så tidligt stadie som muligt, har gjort sig klart, hvad der på sigt skal ske med virksomheden i tilfælde af sygdom/dødsfald, eller når ejer ønsker at stoppe grundet alder.

5.2. Overvejelser før et salg

Hvis ejer har bestemt sig for et salg af virksomheden, melder der sig en række andre forhold, som ejer skal forholde sig til. Indledningsvis må ejer forholde sig til, om virksomheden skal generationsskiftes til en nærtstående part, eksempelvis familiemedlem, eller salg skal ske til tredjemand (uafhængig part). Hvis salg skal ske til nærtstående part, rejser der sig en række spørgsmål, som ejer må forholde sig til:

- Er vedkommende (køber) kvalificeret, herunder sikrer det i tilstrækkeligt omfang virksomhedens økonomiske potentiale?
- Er ejer afklaret med, at det ikke nødvendigvis giver den højeste værdi?
- Er de øvrige familiemedlemmer også afklaret hermed?
- Nyder familiemedlemmet (køber) respekt blandt medarbejdere eller vil vedkommende kunne oparbejde en sådan respekt?
- Er ejer villig til at gennemføre et salg til et familiemedlem, selvom det giver konflikt i familien?
- Skal øvrige familiemedlemmer tilgodeses, hvis køber (familiemedlem) får virksomheden til en lavere værdi end ved salg til uafhængig part?
- Osv.

Det skal bemærkes, at handles der mellem afhængige parter, som vil være tilfældet ved salg internt i familien, vil Skat interessere sig for, om virksomhedshandlen er sket efter 'arm-length' princippet. Det er derfor vigtigt, at der foreligger dokumentation på, at det også er tilfældet. Man kan tage udgangspunkt i værdiansættelsesmodellen i goodwill-cirkulæret, og/eller i værdiansættelsesmodellerne vist i kapitel 2. Anvendelse af eksterne rådgivere i den forbindelse anbefales, da det sikrer en større grad af troværdighed for, at værdiansættelsen er sket på 'arm-length' vilkår. Desuden er værdiansættelse af virksomheder en teknisk øvelse, som med fordel kan outsources til eksterne rådgivere.

Hvis et salg af virksomheden skal ske til uafhængig part, melder der sig en række personlige spørgsmål, som ejer skal forhold sig til:

- Er målet at få størst mulig betaling for virksomheden?
- Er det vigtigere, at virksomheden bliver i lokalområdet – også selvom det reducerer salgsprisen?
- Vil ejer fortsætte i virksomheden efter et salg?
- Vil ejer acceptere en earn-out model, hvor en del af prisen er bestemt af de næste par års økonomiske resultater.
- Vil ejer være villig til at finansiere en del af købet for køber (sælgerfinansiering)? I givet fald på hvilke vilkår og med hvilket beløb?
- Ønsker ejer, at nøglemedarbejdere skal indtræde i ejerkredsen?

Jo flere af disse overvejelser, ejer har gjort sig klart før et salg, desto mere smidigt kan det også gennemføres. Frem for alt må ejer gøre sig klart, om der fortsat ønskes en vis kontakt/indflydelse i virksomheden efter et salg eller om der skal ske et fuldstændigt brud. Eksempelvis vil sælgerfinansiering i især mindre virksomheder ofte være en forudsætning for, at køber kan få finansieret købet i banken. Hvis ejer (sælger) derfor ikke vil bidrage grundet ønske om at trække sig 100 % fra virksomheden, kan det enten reducere sandsynligheden for, at virksomhedshandlen bliver gennemført, eller at det sker til en reduceret pris.

5.3. Overvejelser efter et salg

Når virksomhedshandlen er gennemført, står sælger med en ofte ganske betydelig sum penge. Hvis der er etableret en holdingstruktur, vil provenuet i første omgang stå ubeskattet i holdingselskabet. For at sikre en optimal udnyttelse af disse penge bør sælger forholde sig til følgende spørgsmål:

- I hvilket omfang er sælger økonomisk afhængig af afkast af provenuet?
- Hvorledes skal provenuet efterfølgende allokeres (holdingselskab, pensionsordninger, osv.), herunder hvorledes allokeres provenuet, så det ud fra en efter-skat betragtning bliver størst muligt?
- Hvilke typer aktiver skal provenuet investeres i (spredning af risikoen)?
- Vil sælger selv varetage formueforvaltningen eller skal den outsources til en finansiel institution?

- Hvem skal pengene tilfalde i tilfælde af død (testamente)?
- Ønsker sælger at tilgodese familien, og hvorledes gøres det i givet fald skattemæssigt mest optimalt?
- Osv.

I forbindelse med salgsmodning er der en lang række forhold, som ikke vedrører virksomheden, men som ejer nødvendigvis må forholde sig til. Da et salg jævnfør tidligere ikke altid kan planlægges, er det vigtigt, at ejer forholder sig til disse forhold på et så tidligt stadie som muligt. Samtidigt er det vigtigt, at ejer med jævne mellemrum vurderer, om der er sket ændringer i familierelationer eller om præferencerne generelt har ændret sig. I den forbindelse har ejer brug for sparring og rådgivning, og ofte vil revisor både være den naturlige sparringspartner.

6. Afsluttende bemærkninger

Salgsmodning af virksomheder drejer sig i høj grad om at gøre virksomheden attraktiv for potentielle købere og dermed øge interessen for virksomheden samt at optimere værdien af virksomheden. Salgsmodning i mere bred forstand drejer sig også om, at virksomhedsejere bliver personlig afklaret med hensyn til virksomhedens fremtidige ejerstruktur. Som påpeget flere steder i notatet, bestemmer virksomhedsejere ikke altid tidspunktet for et salg af virksomheden og det anbefales derfor, at der kontinuerligt arbejdes med salgsmodning – både af virksomheden og af ejerne. I den løbende proces med at salgsmodne virksomheden og ejerne vil der med fordel kunne hentes inspiration hos kollegaer i samme situation, revisor, bestyrelse, familie osv. Som afslutning til dette notat har vi derfor forsøgt at vise, hvilke sparringspartnere der synes mest relevante i de enkelte faser:

