

## Den anvendte model

### To metoder sammenlignes

I rapporten er udgangspunktet cashflowmodellen "Discounted Cashflow". Denne anvendes som primær model og som sekundær model anvendes sammenligning med faktisk gennemførte handler. Den sekundære støtter op om den primære og begge er indeholdt i samme rapport.

**Rapporten er bygget op om et klart anbefalet modelgrundlag som vises i de 4 punkter herunder:**

### Anbefalinger Skat - DCF

I opbygningen af rapporten er der taget udgangspunkt i anbefalinger og retningslinjer til metoder og dokumentation i værdiansættelser fra Skat når der tales om de komplicerede og teoretisk korrekte modeller. Som en del af dokumentationen indgår gennemsigtighed i beregningerne, således opbygningen af det forventede cashflow og alle andre parametre tydeligt fremgår.

Skat opstiller følgende dokumentationsanbefalinger i afsnittet om værdiansættelse under kontrollerede transaktioner ved transferpricing:

"SKATs konkrete dokumentationsanbefalinger, som er beskrevet nedenfor i afsnit 5.1 til 5.8, skal derfor betragtes som et udgangspunkt, hvor fleksibilitet i forhold til indhold og prioritering af indhold, under henvisning til de konkrete omstændigheder, ofte vil være relevant. Dokumentationsanbefalingerne er inddelt i følgende hovedområder:

- 5.1 Identifikation af subjekt og afgrænsning af værdiansættelsespræmisser
- 5.2 Beskrivelse af virksomheden og den forretningsmæssige aktivitet
- 5.3 Regnskabsanalyse og opstilling af historiske regnskabstal
- 5.4 Værdiansættelsesmetode
- 5.5 Dokumentation for værdiansættelsesgrundlag
- 5.6 Beregninger ved værdiansættelse og følsomhedsanalyse
- 5.7 Konklusion på værdiansættelsesrapport
- 5.8 Bilagsmateriale og andet grundlag"

### Eksempel 1:

**I punkt 5.4. "Værdiansættelsesmetode"** anbefales at der eventuelt anvendes både en primær og sekundær metode. I rapporten du modtager er den primære metode Discounted Cashflow og den sekundære er en sammenligning over til priserne ved faktisk gennemførte sammenlignelige handler inden for samme branche.

### **Eksempel 2:**

I punkt 5.5. "Dokumentation for værdiansættelsesgrundlag" nævnes specifikt Discounted Cashflow. De anbefalinger der efterfølgende fremkommer i teksten er indarbejdet i modellen der anvendes som udgangspunkt i rapporten du modtager.

### **Eksempel 3:**

#### **Punkt 5.6 "Beregninger ved værdiansættelse og følsomhedsanalyse"**

I punkt 1 foreslås redegørelse for alle beregninger således alt kan følges. Det foreslås at Excel ark danner baggrund. Det er netop hvad der følges hele vejen igennem i den rapport du modtager. Alt er bygget op i struktureret Excel og alle baggrundsparemetre er synlige i rapporten, så du i princippet kan "regne efter i hånden".

I punkt 2 foreslås at man evt. kan anvende EVA modellen til efterberegning når Discounted Cashflow anvendes. Her anvendes i stedet for multipel sammenligningen over til faktisk gennemførte handler. Dermed kobles den teoretiske beregning sammen med værdien faktiske solgte virksomheder.

I punkt 3 anbefales at der foretages følsomhedsanalyser. Dette er også en naturlig del af den rapport du modtager. Det anbefales at der laves følsomhedsanalyser ved ændringer i WACC og vækst i terminalperioden. Det er nøjagtig disse to elementer der foretages følsomhedsanalyser på i den rapport du modtager.

Alt omkring anbefalinger fra Skat til modellerne kan læses her:

**Beskrivelse af 3 foreslåede modeller. Kan anvendes enkeltstående eller sammen. Nordicvaluation.dk anvender de 2 sammen:**

<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813185&chk=208529>

**Skats anbefalinger til dokumentation:**

<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813186&chk=208529>

### **Mest anvendte modeller jf. Skat**

Skat oplyser også, at de mest anvendte værdiansættelsesmodeller er de såkaldte kapitalværdibaserede samt relative modeller. I rapporten du modtager anvendes netop en model fra hver af disse to grupper. Under de kapitalværdibaserede er det modellen ved navn "Cashflow" som den primære og under de relative modeller er det EV/EBIT (Her er det EV/EBITDA) eller EV/Sales der anvendes som sammenligning med udgangspunkt i faktisk gennemførte handler.

Du kan læse om det her: <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813206&chk=208529>

### **Anvendt i praksis - DCF**

Der er udarbejdet en undersøgelse i 2006 omkring praktisk anvendelse af modeller til værdiansættelse. Selvom det for mange er en del år siden, har undersøgelsen fortsat stor relevans og den er udarbejdet af

eksperter i værdiansættelse. Blandt andet henviser Skat til undersøgelsen her:

[http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813206&chk=208529#\\_ftnref5](http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813206&chk=208529#_ftnref5)

Undersøgelsen hedder "Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis" skrevet af Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler.

En af konklusionerne i undersøgelsen er, at 87,2% af alle deltagende afhængige finansielle rådgivere, uafhængige finansielle rådgivere og private equity fonde anvender dicounted cashflow modellen (DCF). De kan godt anvende andre modeller til sammenligning, men uanset dette anvender 87,2% DCF. Der sammenlignes inden for kapitalværdibaserede modeller.

Det er netop DCF der anvendes som primær model i rapporten og som herefter holdes op imod faktiske handler.

Undersøgelsen fra 2006 findes her:

<http://ej.lib.cbs.dk/index.php/logge/article/viewFile/686/718>

### **Højt teoretisk niveau - DCF**

Det verdensomspændende konsulenthus McKinsey & Coompany har skrevet mange bøger og artikler om værdiansættelse. Alene bogen "Valuation - measuring and managing the value of companies" har solgt over 600.000 eksemplarer og danner baggrund for undervisning i valuation teknik. I dette omfattende materiale sætter McKinsey gang på gang fokus på DCF modellen som "motoren" i værdiansættelser. Denne fokus kan hægtes videre over til anbefalingerne fra Skat.

Rapporten du modtager er bygget op efter samme anbefalede modelsammnehæng som både McKinsey & Company, og Skat m.fl. anbefaler.

Her er et link til en beskrivelse af bogen som rapporten er bygget om omkring i selve excel opbygningen:

<http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/valuation-measuring-and-managing-the-value-of-companies>

### **Sammenligning med faktiske gennemførte handler – Multipler**

I rapporten du modtager sammenlignes med faktisk gennemførte handler. Der sammenlignes med en EBITDA multipel der trækkes ud af verdens største corporate finance database. Multiplen fra faktisk gennemførte handler sammenlignes med den beregnede multipel i værdiansættelsen. Eventuelle afvigelser mellem de to multipler forklares. Der vil typisk være afvigelser grundet individuelle forhold i virksomheden set i forhold til gennemsnittet i branchen.