



Værdiansættelse

Samlet salg

Grossist Eksempel ApS

Afsluttet november 2016



Nordic Valuation

www.nordicvaluation.dk

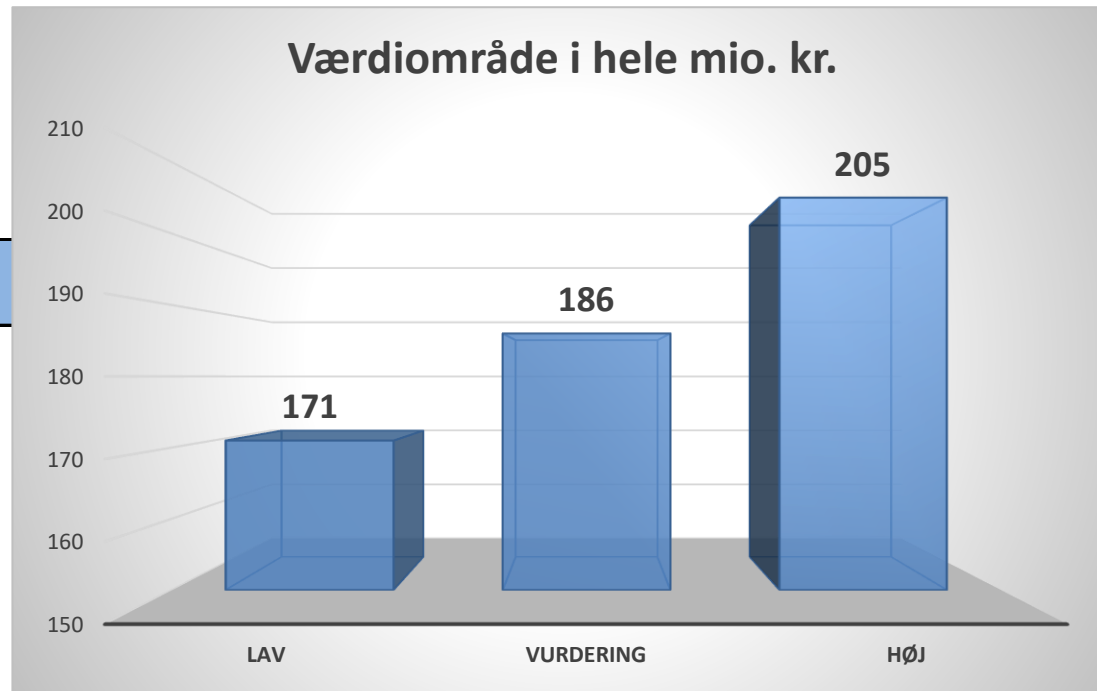
Morten Christensen

cand.merc., MBA

Email:

morten@nordicvaluation.dk

Mobil: 21 30 27 22



Værdiansættelsen er foretaget ved brug af discounted cashflow modellen (DCF). DCF er den mest anvendte model til værdiansættelse af virksomheder i forbindelse med handel. Den bagvedliggende praktiske modelopbygning og beregningsmetode i nærværende rapport er gennemtestet og opbygget med udgangspunkt i såvel teoretisk som praktisk anerkendte forskere i Corporate Finance og værdiansættelsesmodeller. Modellen anvendes ligeledes til værdiansættelse af virksomheder, når der foretages impairmenttest, jf. IFRS IAS 36. Der er udarbejdet resultat- og balanceestimer samt cashflow- og ROIC estimer for en 5 årig periode, hvorefter en terminalværdi er beregnet. Herudover er diskonteringsrenten (WACC) beregnet. Da modellen indeholder mange variabler, der hver især kan påvirke værdien, er der yderligere foretaget simuleringer, hvorefter nye værdier er beregnet. Der er derfor ikke beregnet én eksakt værdi, men et område. Der findes kun én rigtig værdi for virksomheden, og det er værdien køber og sælger bliver enige om. Rapporten skal derfor betragtes som en indikation, der kan fungere som beslutningsstøtte til enten et eventuelt salg nu, eller til brug for optimering af virksomhedens fremtidige værdi. Samtidig giver rapporten indblik i, hvordan ændringer i virksomhedens cashflow påvirker værdien.

Værdien er estimeret til DKK

185.501.311



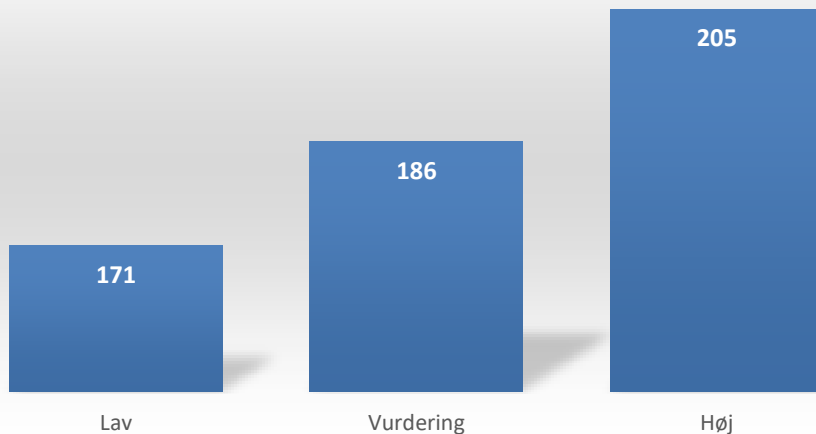
Indholdsfortegnelse

Summering	3
Udviklingen i vigtige nøgletal - grafisk fremstilling	4
Estimat for resultatopgørelse 5 år frem	5
Estimat for balance 5 år frem	6
Forudsætnings parametre for 5 årig resultat estimat	7
Forudsætnings parametre for 5 årig balance estimat	8
Investeret kapital og finansieringsgrundlag - forventet scenarie	9
Frit Cashflow - forventet scenarie	10
Afkastningsgrad (ROIC) og Economic Profit - forventet scenarie	11
Følsomhedsberegning på værdien ved ændringer i diskonteringsrente (WACC) og afkast i terminalperiode	12
Andre forhold ved værdiansættelsen	13
Beregning af WACC og opgørelse af beta.	14-15
Værdiansættelsesberegningen i detaljer ved forventet scenarie	16
Peer group sammenligning, sammenligning af pris med faktisk solgte virksomheder	17-18
Begrebsforklaring	19
Muligheder med værdiansættelsen, herunder praksis i øget værdi	20

Værdiansættelse af Grossist Eksempel ApS

Summering

Værdiområde i hele mio. kr.



Værdiansættelse :

Med udgangspunkt i virksomhedens budgetter er værdien estimeret til **186 mio. kr.** i et område fra 171 mio. til 205 mio.

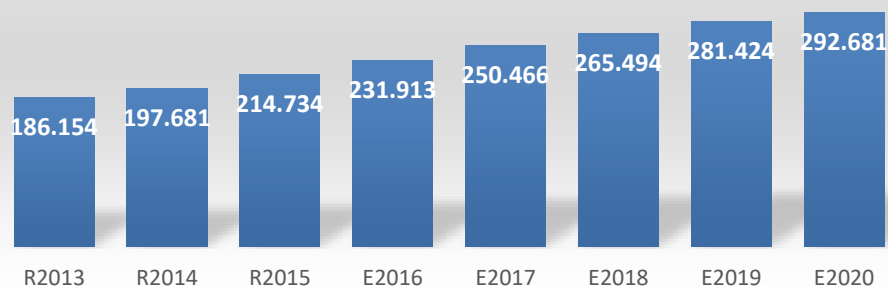
Mulig upside og risiko:

Værdien er udarbejdet med udgangspunkt i en virksomhed med flere års historik. Omsætningsvæksten er estimeret til at forblive omkring nuværende niveau på 8% og lidt faldende over tid grundet usikkerhed i estimat perioden. Øget aktivitet i andre lande samt mindre afhængighed af ejer kan mindske wacc og øge værdien. Omvendt er der fare for indtrængere der presser omsætning og øger risiko som dermed øger wacc via tillæg og mindsker værdien.

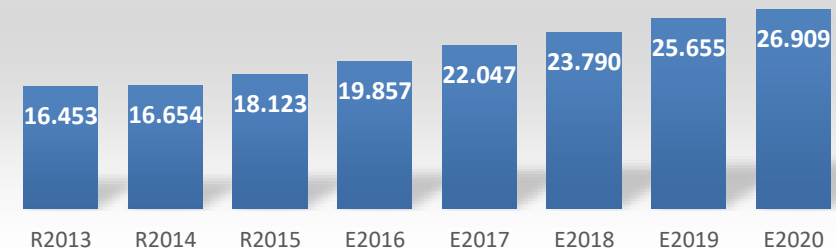
Sammenligning med faktiske handler:

Der er foretaget peer group sammenligning målt på EBITDA multipel. Værdien er her estimeret til 197 mio. kr. Afvigelsen til værdien på 186 mio. kr. skyldes især afhængighed af ejer og ingen international diversifikation.

Omsætning hele tusinde DKK (realiseret og estimer)



EBITDA (driftesresultat) hele tusinde DKK (realiseret og estimer)



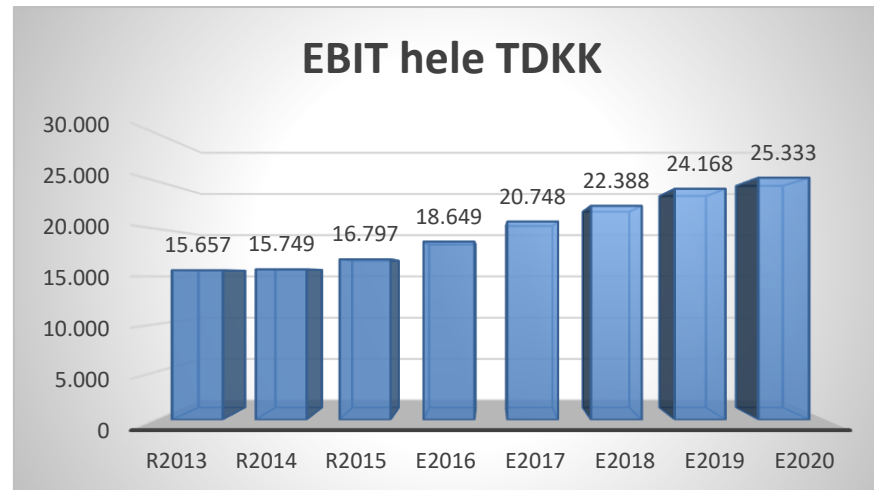


Udviklingen i vigtige nøgletal, der har stor betydning for virksomhedens værdi

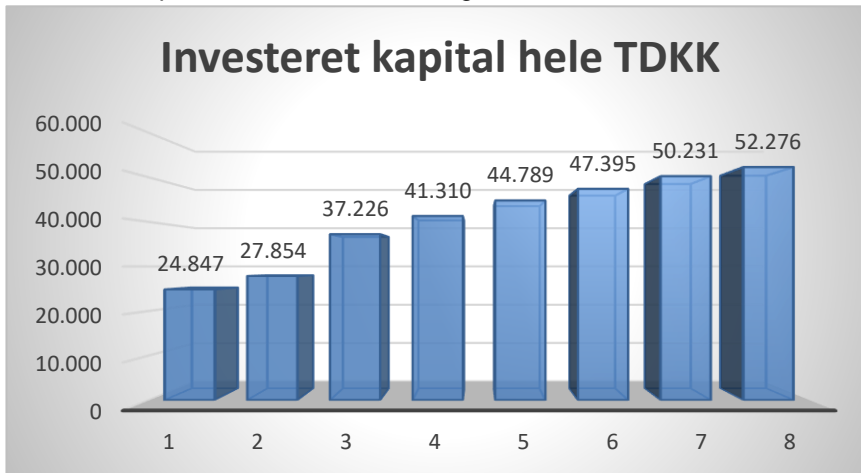
Omsætning: 3 år er realiserede og 5 år estimerede



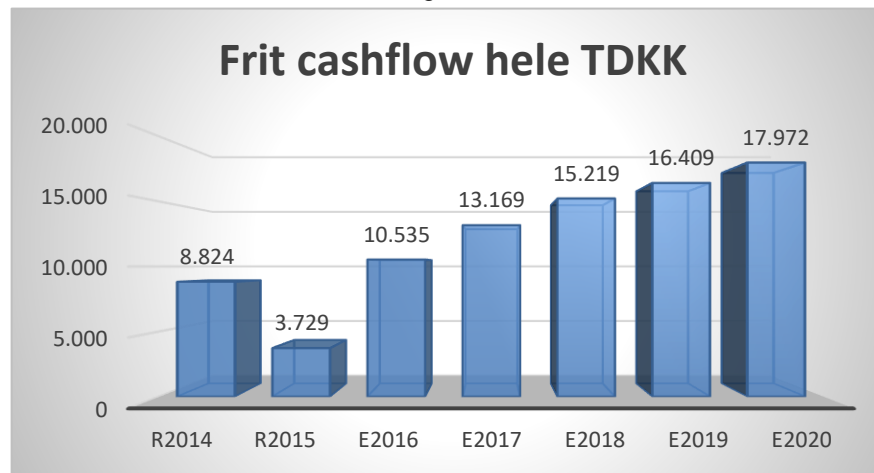
Driftsresultat: 3 år er realiserede og 5 år estimerede



Investeret kapital: 3 år er realiserede og 5 år estimerede



Cashflow, frit: 2 år er realiserede og 5 år estimerede





Forventet scenarie: Resultat opgørelse seneste 3 år og estimeret resultatopgørelse 5 år frem.

Som metode til udarbejdelse af estimater for de næste 5 år, er der opbygget et forecast ark for både resultatopgørelse og balance.

Ved ændringer i de enkelte parametre genberegnes og nye estimater kan simuleres.

På næste side ses estimater for balancen. Tilgodehavender som f.eks. varebeholdninger, tilgodehavender fra salg, leverandørgæld mv. er beregnet ud fra omsætningshastighed i dage. Udgangspunktet er de historiske omsætningshastigheder og herefter estimeres de næste 5 år frem. De fremgår også af de opstillede parameterforudsætninger for balancen.

	Resultatopgørelse							
	Historisk	Estimer for fremtiden						
	R2013	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Omsætning	186.154	197.681	214.734	231.913	250.466	265.494	281.424	292.681
Vareforbrug	-150.405	-158.707	-170.670	-184.371	-199.121	-211.068	-223.732	-232.681
Eksterne omkostninger	-5.185	-6.085	-7.043	-7.653	-8.265	-8.761	-9.287	-9.658
Personale omkostninger	-14.112	-16.234	-18.898	-20.032	-21.033	-21.875	-22.750	-23.432
EBITDA	16.453	16.654	18.123	19.857	22.047	23.790	25.655	26.909
Afskrivninger	-796	-905	-1.326	-1.209	-1.299	-1.403	-1.487	-1.576
EBIT	15.657	15.749	16.797	18.649	20.748	22.388	24.168	25.333
Renteudgifter	-173	-124	-139	-5	0	0	0	0
Renteindtægter	110	41	77	93	100	106	113	117
Resultat før skat	15.595	15.667	16.735	18.737	20.848	22.494	24.281	25.450
Skat	-3.899	-3.682	-3.849	-4.122	-4.587	-4.949	-5.342	-5.599
Resultat efter skat	11.696	11.985	12.886	14.615	16.262	17.545	18.939	19.851
Egenkapital opgørelse linker over til balance								
Egenkapital primo	1.321	10.017	19.002	31.889	46.503	62.765	80.310	99.249
Modværdi egne aktier	0	0	0	0	0	0	0	0
Overkurs egne aktier, kapitalnedsættelse	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets overskud incl. datter	8.696	8.985	12.886	14.615	16.262	17.545	18.939	19.851
Egenkapital ultimo	10.017	19.002	31.889	46.503	62.765	80.310	99.249	119.100


Forventet scenarie: Balance seneste 3 år og estimeret balance 5 år frem.

	Balance							
	Historisk			Estimeret for fremtiden				
	R2013	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Anlægsaktiver	12.682	15.145	17.264	18.553	20.037	21.240	22.514	23.414
Udskudt skat	0	0	0	0	0	0	0	0
Værdipapirer eller andre fin. aktiver	0	0	0	0	0	0	0	0
I alt	12.682	15.145	17.264	18.553	20.037	21.240	22.514	23.414
Varebeholdninger	17.090	18.775	19.944	21.435	23.325	24.643	26.113	27.193
Tilgodehavender fra salg	14.305	15.285	19.998	20.967	22.645	24.004	25.444	26.462
Andre tilgodehavender	255	504	138	1.271	1.372	1.455	1.542	1.604
Periodeafgrænsning	0	0	0	0	0	0	0	0
Værdipapirer	996	1.026	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
Likvider	20	5	56	0	0	0	0	0
I alt kortfristede aktiver	32.667	35.594	41.436	44.973	48.642	51.401	54.399	56.558
Aktiver i alt	45.349	50.739	58.700	63.526	68.679	72.640	76.913	79.973
Realkreditinstitutter	2.217	2.083	1.943	1.804	1.654	1.496	1.330	1.150
Udskudt skat	0	0	0	0	0	0	0	0
Hensatte forpligtelser	0	0	0	0	0	0	0	0
Langfristet gæld i alt	2.217	2.083	1.943	1.804	1.654	1.496	1.330	1.150
Gæld tilknyttede virksomheder	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverandørgæld	14.333	16.549	17.593	18.185	19.639	20.818	22.067	22.949
Kredit institutter (- er indestående)	9.531	3.919	702	-9.820	-22.916	-38.060	-54.390	-72.274
Anden gæld	2.153	2.305	2.525	2.732	2.951	3.128	3.315	3.448
Selskabsskat	4.099	3.882	4.049	4.122	4.587	4.949	5.342	5.599
Periodeafgrænsning	3.000	3.000	0	0	0	0	0	0
Kortfristet gæld i alt	33.115	29.654	24.869	15.219	4.260	-9.166	-23.666	-40.277
Egenkapital	10.017	19.002	31.889	46.503	62.765	80.310	99.249	119.100
Passiver i alt	45.348	50.739	58.700	63.526	68.679	72.640	76.913	79.973



Forventet scenarie: Parametre der indgår i resultatopgørelse.

Der indtastes forventninger til fremtiden i de gule felter.

	Forecast forudsætninger resultatopgørelse							
	Historisk			Estimer for fremtiden				
	R2013	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Omsætningsvækst (pct. nominal)		6,2%	8,6%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	4,0%
Vareforbrug (pct af omsætning)	80,8%	80,3%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%
Eksterne omk. (pct af omsætning)	2,8%	3,1%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
ELLER eksterne omk. (inflationsvækst)				0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Personale omk (ændrings pct)		15,0%	16,4%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%
Afskrivninger								
Primo beløb anlægsaktiver	13.478	16.050	18.591					
Afskrivninger (pct af anlægsaktiver)	5,9%	5,6%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Renteindtægter (pct af omsætning)	0,06%	0,02%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Renteudgifter (beløb)	-173	-124	-139	-5	0	0	0	0
Skattesats	25,0%	23,5%	23,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Udbytte estimeres ikke, da det ikke har betydning for værdien af selskabet i værdiansættelsen. Ejerne kan vælge at lade likvider blive i selskabet eller trække dem ud som udbytte. Udloddes der udbytte, stiger bankgælden blot med det tilsvarende beløb.



Forventet scenarie: Parametre der indgår i balance.

Der indtastes forventninger til fremtiden i de gule felter.

	Forecast forudsætninger balance							
	Historisk			Estimer for fremtiden				
	R2013	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Arbejds kapital								
Likvider (pct af omsætning)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Omsættelige værdipapirer	996	1.026	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
Varelager (dage ud fra vareforbrug)	41,5	43,2	42,7	42,4	42,8	42,6	42,6	42,7
Tilgodehavender fra salg (dage ud fra omsætning)	28,0	28,2	34,0	33,0	33,0	33,0	33,0	33,0
Andre tilgodehavender (dage ud fra omsætning)	0,5	0,9	0,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Periodeafgrænsning (dage ud fra omsætning)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverandørgæld (dage ud fra vareforbrug)	34,8	38,1	37,6	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0
Anden gæld (dage ud fra omsætning)	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Periodeafgrænsning (dage ud fra omsætning)	5,9	5,5	0,0					
Aktiver								
Goodwill (beløb)	0	0	0	0	0	0	0	0
Anlægsaktiver (pct af omsætning)	6,8%	7,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Udskudt skat (beløb)	0	0	0	0	0	0	0	0
Værdipapirer/ass. kapitalandele (beløb)	0	0	0	0	0	0	0	0
Passiver								
Realkreditinstitutter (beløb)	2.217	2.083	1.943	1.804	1.654	1.496	1.330	1.150
Udskudt skat	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre forpligtelser (beløb)	0	0	0	0	0	0	0	0
Selskabsskat	4.099	3.882	4.049	4.122	4.587	4.949	5.342	5.599



Forventet scenarie: Investeret kapital og finansieringsgrundlag

Investeret kapital er summen af investeringer i anlægsaktiver, varebeholdning, tilgodehavender og modregnet leverandørgæld samt anden kortfristet gæld, der er nødvendig for virksomhedens drift. Dermed er investeret kapital lig anlægsaktiver plus arbejdskapital.

Finansieringsgrundlaget viser, hvordan den investerede kapital er finansieret. I finansieringsgrundlaget ses "netto gæld til bank og andre kreditinstitutter".

Denne post er nettoopgørelsen af likvider, bankgæld og/eller prioritetsgæld samt evt. værdipapirbeholdning, der er omsættelig. Hvis beløbet står med negativt fortegn, er det udtryk for et positivt indestående - altså likviditetsoverskud. Positivt fortegn er udtryk for rentebærende gæld.

Der indgår også "indregning af kapitaliserede lejeforpligtelser", der er huslejeforpligtelser som normalt ikke fremgår af balancen, når virksomheden lejer.

Investeret kapital								
	Historisk			Estimer for fremtiden				
	R2013	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
Arbejdskapital - aktiver	31.651	34.563	40.080	43.673	47.342	50.101	53.099	55.258
Arbejdskapital - passiver	-19.485	-21.854	-20.118	-20.917	-22.590	-23.945	-25.382	-26.397
Netto arbejdskapital	12.165	12.710	19.962	22.757	24.752	26.155	27.717	28.861
Anlægsaktiver	12.682	15.145	17.264	18.553	20.037	21.240	22.514	23.414
Indregning af kapitaliserede lejeforpligtelser		0	0	0	0	0	0	0
Investeret kapital før goodwill	24.847	27.854	37.226	41.310	44.789	47.395	50.231	52.276
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeret kapital efter goodwill	24.847	27.854	37.226	41.310	44.789	47.395	50.231	52.276
Andre finansielle aktiver	0	0	0	0	0	0	0	0
Totalt finansieringsbehov	24.847	27.854	37.226	41.310	44.789	47.395	50.231	52.276
Egenkapital	10.017	19.002	31.889	46.503	62.765	80.310	99.249	119.100
Netto skat	4.099	3.882	4.049	4.122	4.587	4.949	5.342	5.599
Andre forpligtelser	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto gæld til bank og andre kreditinstitutter	10.731	4.970	1.289	-9.316	-22.562	-37.864	-54.360	-72.424
Indregning af kapitaliserede lejeforpligtelser		0	0	0	0	0	0	0
Finansierings grundlag	24.847	27.854	37.226	41.310	44.789	47.395	50.231	52.276



Forventet scenarie: Beregning af frit cashflow

På forrige side ses udviklingen i engagementet med banken. Nedenfor beregnes det frie cashflow, som er et centralt element i værdiansættelsen.

Frit cashflow er de pengestrømme virksomheden genererer og som er til rådighed for investor før renter. Frit cashflow opgøres som udgangspunkt før renter, da investor forudsættes selv at sammensætte sin finansiering.

Da virksomhedens værdi estimeres med udgangspunkt i det frie cashflow, som det ses senere, er det vigtigt, at det frie cashflow optimeres og øges.

Frit Cashflow							
	Historisk		Estimer for fremtiden				
	R2014	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
EBITA	15.749	16.797	18.649	20.748	22.388	24.168	25.333
Skat af EBITA	-3.701	-3.863	-4.103	-4.565	-4.925	-5.317	-5.573
Skattemæssigt underskud til fremførelse			0	0	0		
Ændring i netto skatte forpligtelser	-217	167	73	465	362	393	257
Rente ved indregning af kapitaliserede lejeforpligtelser	0	0	0	0	0	0	0
Skat af renteelement	0	0	0	0	0	0	0
NOPLAT (driftsresultat efter skat).	11.831	13.101	14.619	16.648	17.824	19.245	20.017
Afskrivninger tilbageført	905	1.326	1.209	1.299	1.403	1.487	1.576
Cashflow	12.736	14.427	15.828	17.947	19.227	20.731	21.593
Ænringer i arbejdskapital	-545	-7.252	-2.795	-1.995	-1.404	-1.561	-1.144
Anlægsinvesteringer	-3.367	-3.446	-2.497	-2.783	-2.605	-2.761	-2.477
Investeringer i alt	-3.912	-10.698	-5.292	-4.778	-4.008	-4.323	-3.621
Frit cashflow før goodwill	8.824	3.729	10.535	13.169	15.219	16.409	17.972
Goodwill investeringer	0	0	0	0	0	0	0
Frit cashflow efter goodwill	8.824	3.729	10.535	13.169	15.219	16.409	17.972



Forventet scenarie: Afkastningsgrad og Economic Profit

Afkastningsgraden sammenholder driftsresultatet med udviklingen i den investerede kapital, der blev beregnet tidligere. Derved kobles balance og resultatopgørelse sammen. Der er flere måder at øge afkastningsgraden på. Det kan være nedbringelse af arbejdskapital eller øget udnyttelse af eksisterende anlæg samt vækst i omsætning og omkostningseffektivisering. Kort sagt gælder det om at øge driftsresultatet forholdsvis mere end stigningen i investeret kapital. Afkastningsgraden benævnes også ROIC eller Return On Invested Capital.

Som det ses herunder er diskonteringsrenten fratrukket afkastningsgraden (ROIC). Diskonteringsrenten er det afkast en investor forventes at have til den kapital der investeres i den pågældende virksomhed. Det er minimumsafkastet som investor accepterer, og diskonteringsrenten benyttes derfor til at tilbagediskontere alle fremtidige cashflow til en nutidsværdi af virksomheden. Diskonteringsrenten benævnes også i værdiansættelsesmodeller som Weighted Average Cost of Capital (WACC), Beregningen af WACC ses senere i rapporten.

Når afkastningsgraden fratrækkes diskonteringsrenten, er det et udtryk for, om virksomheden genererer værdi for ejeren. Hvis diskonteringsrenten er større end afkastningsgraden, mister virksomheden værdi det pågældende år. Det betyder, at virksomheden kun skaber værdi for ejerne hvis afkastningsgraden er større end eller lig diskonteringsrenten WACC. Selvom der er positivt driftsresultat, kan virksomheden tabe i værdi, hvis driftsresultatet genererer en afkastningsgrad, der er mindre end diskonteringsrenten.

Nederst ses Economic Profit beregningen, der er det ultimative mål for, om der genereres shareholder value (værdi for ejerne) og hvor stor værditilvæksten er. Economic Profit findes ved at gange forskellen mellem afkastningsgraden og diskonteringsrenten med den investerede kapital.

BEMÆRK: I nedenstående beregning indgår ikke kapitalisering af eventuelle operationelle leasing og leje forpligtelser. En ekstra analyse og ny beregning af ROIC vil være nødvendig, såfremt kapitaliseringen skal indgå.

Return On Invested Capital (Afkastningsgrad) og Economic Profit						
	R2015	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020
NOPLAT (driftsresultat minus beregnet skat)	13.101	14.619	16.648	17.824	19.245	20.017
Investeret kapital	27.854	37.226	41.310	44.789	47.395	50.231
ROIC (Afkastningsgrad), %	47,0	39,3	40,3	39,8	40,6	39,8
Diskonteringsrente (WACC), %	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
ROIC-WACC, %	36,0	28,3	29,3	28,8	29,6	28,8
Economic profit, TDKK	10.032	10.517	12.096	12.889	14.022	14.482



Følsomhedsberegninger

Ændring i diskonteringsrenten (WACC) og vækst i terminal perioden.

WACC (diskonteringsrenten) er beregnet i bilaget, men WACC har betydelig indflydelse på virksomhedens værdi. Derfor er det nødvendigt at se på ændringer i værdien ved ændringer i diskonteringsrenten. Det samme gælder væksten i terminalperioden. Terminalperioden er den periode, der ligger efter den 5 årige estimatperiode og i cashflow-modellen betragtes det som uendelighedsperioden. Da terminalværdien udgør en stor del af den samlede værdi, er det ikke uden betydning, om væksten sættes til 1% eller 3%. Den meget lave inflation og lave realvækst har sænket vækstestimatet i terminalperioden.

WACC efter skat, diskonteringsrente efter skat i pct. 11,0%
 Vækst i terminalperioden, pct. 2,5%

Herunder ses forskellige værdi beregninger ved ændringer i vækst og WACC. Alle beløb er i hele DKK mio.:

		Vækst i terminalperioden				
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC efter skat	10,0%	185	194	204	216	230
	10,5%	177	186	195	205	217
	11,0%	171	178	186	195	205
	11,5%	165	171	179	187	196
	12,0%	159	165	172	179	188

I den opstillede matrix over WACC og vækst er det mest sandsynlige område markeret og virksomheden ender med en værdi i området DKK 171 mio. til DKK 205 mio. med fair market value på DKK 186 mio.



Andre forhold ved værdiansættelsen

Terminalværdien

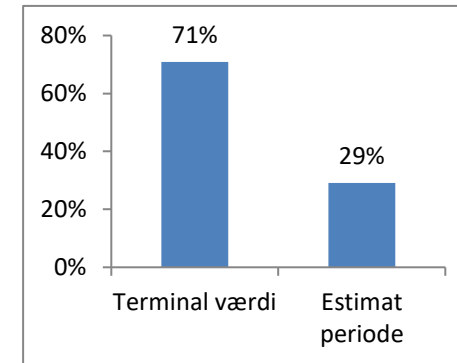
Værdiansættelsen består af to elementer: Værdien beregnet før budgetperioden og værdien beregnet efter budgetperioden.

Værdien efter budgetperioden betegnes som continuing value (på dansk "terminalværdien") og beregnes som en uendelig række af cashflows.

Nutidsværdi af terminalværdi	135.110
Nutidsværdi af frit cashflow de første 5 år	55.585
Samlet værdi af virksomhedens aktiver = Enterprise value	190.695

Som det ses udgør værdien i terminalperioden 71% af den samlede værdiberegning. Derfor er det især herfra, at de store forskelle opstår i værdien, når der foretages simuleringer af vækst i terminalperioden samt WACC.

Der er ganske normalt at størsteparten af værdien kommer fra terminalperioden. For nye innovative virksomheder kan 100% af værdien let være beregnet i terminalperioden.



Tillæg/fradrag til værdiestimatet

Værdiansættelsen er en finansiel indikation på værdien.

Andre forhold, der kan kræve nærmere analyse, kan påvirke prisen. Eksempler ses herunder.

Virksomhedsspecifik risiko som generelt vil medføre fradrag i den indikative værdi kan være:

- Manglende diversifikation f.eks. geografisk
- Smalt koncept med mulighed for indtrængen fra andre aktører
- Illikviditet - aktierne kan ikke umiddelbart veskles til likvider som de kan ved ejerskab af børsnoterede aktier
- Kontrolpræmie. Køber vil opnå fuld kontrol med selskabet og dermed være villig til at betale ekstra
- Strategiske forhold. Køber kan være ekstra interesseret i selskabet af konkurrencemæssige eller andre forhold
- Synergieffekt for køber ved overtagelsen



Beregning af WACC (diskonteringsrente) og opgørelse af kapitalstruktur

Beregning af egenkapitalomkostninger (CAPM)

$$E = \text{risikofrie rente} + \beta * (\text{forventet afkast i markedet} - \text{risikofri rente})$$

Risikofri rente baseret på 5 til 10 årig statsobligation:

	Udløb	Kurs	Pålydende rente	Effektiv rente
Obligation	2023	110,2	1,5	1,4
Markedstillægget (risikopræmie) estimeres til (pct)				5,3
Beta				
Se beta-beregningen næste side.				1,36
Herudover beta-tillæg på 1,0 svarende til:				5,30
Egenkapitalomkostning				13,9

Betatillægget omfatter virksomhedsspecifik risiko for netop denne virksomhed.

Dette tillæg beregnes med udgangspunkt i det udfyldte oplysningsskema om virksomhedens konkurrenceforhold og strategiske placering. De angivne point fra oplysningsskemaet summeres og herudfra beregnes tillægget.

Jo højere pointscore, jo lavere bliver tillægget. Lavt tillæg giver i sidste ende lav diskonteringsfaktor og dermed øget værdi.

En virksomhed med stærk dominans i sin supplychain, stærke varige konkurrencefordele eller som befinder sig i en branche i vækst med høje indtrængningsbarrierer vil, alt andet lige, have højere værdi end virksomheder, som scorer lavt på disse strategiske områder.

Denne virksomhed har score: 13 point

Giver betatillæg 1 (der er internt udarbejdet en point score tabel ud fra strategien)

Betatillægget er antallet af gange markedstillægget ganges op for at opnå den virksomhedsspecifikke risiko.



Beregning af WACC (diskonteringsrente) og opgørelse af kapitalstruktur.

Beregning af beta

Data hentet fra online beta service i USA

Branche beta	Leveraged equity beta	Unleveraged equity beta
Retail (general)	1,16	0,90
Beta indgår i capital asset pricing modellen som en parameter der illustrerer hvor meget den enkelte virksomheds aktiekurs ville ændre sig ved ændringer i den gennemsnitlige markedsportefølje. Dermed er beta udtryk for risiko.		
Gennemsnit	0,00	0,90

Leverage beta opgjort ud fra target gældsandel:

Skattesats	22,00%
Ugearet beta	0,90
D/E ratio	39,5% Hentes også fra online beta service
Leveraged beta:	1,36

Weighted average cost of capital

Endelig beregning af diskonteringsrenten justeret for gearing via beta og target for gæld for denne virksomhed

	Kapital struktur	Omkostning	Skat	Weighted cost
Target gæld	25,0%	3,2	0,22	0,6
Egenkapital	75,0%	13,9		10,4
Kapitalomkostninger efter skat				11,0
WACC				11,0



Værdiansættelsesberegningen

Nutidsværdi beregning af cashflow og værdiansættelse						
	Fra forecast model		Forecast tal			
	E2016	E2017	E2018	E2019	E2020 CV Base	
Frit cashflow efter goodwill	10.535	13.169	15.219	16.409	17.972	18.422
Diskonteringsperiode	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	
Diskonteringsrente WACC	0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	
Nutidsværdi af frit cashflow efter goodwill	9.999	11.258	11.719	11.381	11.229	
Vækstfaktor (inflation + realvækst)		2,5%	Vækst i terminalperiode.		2% realvækst	0,5% inflation
WACC er skat var beregnet til		11,0%				
Vækstfaktor i terminal værdi er WACC fratrukket vækst =		8,5%				
Continuing value (terminalværdi) = Base for CV / (WACC - vækst) :					216.254	
Nutidsværdi af continuing value					135.110	
Nutidsværdi af frit cashflow de første 5 år					55.585	
Samlet værdi af virksomhedens aktiver = Enterprise value					190.695	
Fratrukket rentebærende gæld					-2.645	
Værdi af værdipapirer					1.300	
Justering for skat					-3.849	
Værdi af egenkapital					185.501	
Samlet værdi af egenkapital, TDKK					185.501	



Benchmark mod faktisk realiserede handler

Big data peer group valuation

Værdi-indikation med udgangspunkt i faktisk realiserede handler i samme branche. Databehandlingen og beregningen giver dig indblik i, hvad værdien af din virksomhed kan estimeres til, når der anvendes median multiplen fra sammenlignelige handler.

Værdiansættelse efter sammenligning med andre handler **197,3 mio.**

Fakta om anvendt finansiel database:

Med over 1,5 mio. indberettede virksomhedshandler og "rumours" fra hele verden incl. Europa og Danmark er Zephyr den absolut mest professionelle corporate finance database. Zephyr er udviklet af Bureau Van Dijk. Det er virksomhedshandlernes big data system og anvendes af corporate finance rådgivere, virksomhedsmæglere samt equity- og venturefonde.

Denne database anvendes i værdiansættelserne her til benchmark. Der kan søges på alle virksomhedshandler på tværs af brancher, størrelse. Detaljer og multipler om handlerne kan trækkes i avancerede lister og anvendes til sammenligning med den beregnede værdi-indikation af din virksomhed.

Specifikation af dataudtræk:

Branchekode DK (første 4): 4638
Branche: Specialiseret engros handel med fødevarer
 Samme kode anvendes på minimum overordnet niveau (første 2 cifre) ved søgningen
Periode: Handler seneste 5 år
Område: Europa

	Fra	Til
Størrelse af handler: (x 1.000 DKK)	0	alle

Totalt antal handler i verden	
inden for branche koden:	919
Antal handler efter afgrænsninger:	89
Antal handler med multipler:	122

Enterprisevalue/omsætning multipel	11,13
---	--------------

Multiplen der anvendes i denne rapport

Den typiske multipel der anvendes er Enterprisevalue/EBITDA samt Enterprisevalue/sales såfremt EBITDA er negativ. I nærværende rapport er EBITDA i regnskabet positiv og Enterprisevalue/EBITDA anvendes

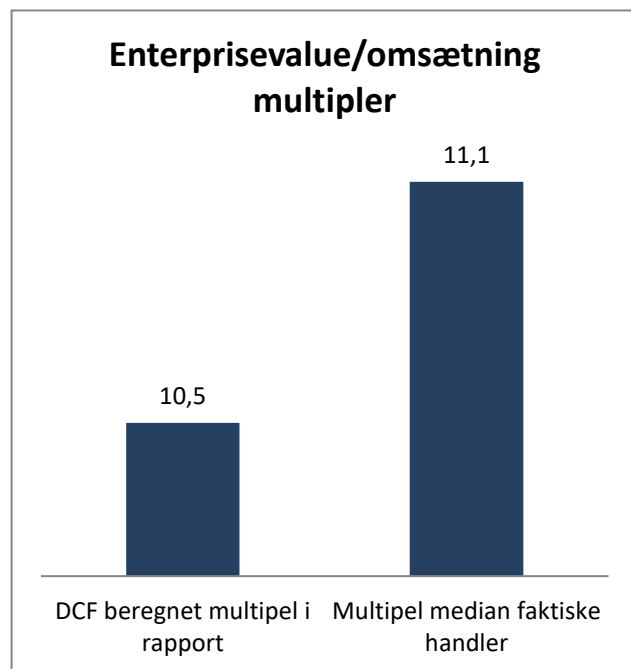


Benchmark mod faktisk realiserede handler

Big data peer group valuation

Herunder ses værdiberegningen.

Der tages udgangspunkt i branche gennemsnitsmultipl fra forrige side samt virksomhedens finansielle gæld.



Værdiansættelse faktiske handler:	
	(x 1.000 kr.)
Værdien der blev beregnet i rapport:	185.501
Ud fra de faktiske handler er værdien:	
EBITDA	18.123
Gennemsnitlig mutipel	11,13
Omsætning gange multipl	201.710
Fratrukket finansiell gæld opgjort i rapporten, netto efter indestående	-4.362
Virksomhedens værdi:	
	197.349

Forklaring til eventuel forskel mellem cashflow værdiansættelsen og benchmark værdiansættelsen:

Sammenligningsgruppen er inden for branchen "Specialiseret engroshandel med fødevarer". Der er foretaget udtræk fra databasen over den gennemsnitlige handelsværdi for faktisk gennemførte handler. Handelsværdien på aktivbasis fra udtrækket fratrækkes gælden fra den virksomhed der værdiansættes. Værdien fra faktisk gennemførte handler beregnet ud fra en gennemsnits multipl fra branchen estimeres til 197 mio. kr. Værdien i værdiansættelsen blev beregnet til 186 mio. kr. Det er en forskel på 11 mio. kr. , men denne forskel ligger inden for intervallet i følsomhedsanalysen og er derfor acceptabel.



Begrebsforklaring

Discounted Cashflow	<p>DCF modellen. Den mest anvendte model til værdiansættelse af virksomheder. Rapporten her er bygget op omkring metoden, der i princippet tager udgangspunkt i beregning af nutidsværdien af virksomhedens uendelige cashflow. En undersøgelse har vist, at 87,2% af equity fonde, afhængige og uafhængige rådgivere anvender metoden. Kritikere mener, at metoden giver for store udsving, da der indgår mange parametre, der vurderes subjektivt. Uanset denne kritik er DCF modellen den mest anvendte metode. Der kan tages højde for parametreændringer ved følsomhedsanalyser som ses her i rapporten.</p> <p>DCF modellen er godkendt til nedskrivningstests af goodwill, aktiver mv. for selskaber der aflægger årsregnskaber efter de internationale regnskabsstandarder IFRS hvilket bl.a. gælder alle børsnoterede selskaber.</p>
Economic Profit	<p>Et andet udtryk er Economic Value Added (EVA).</p> <p>En metode til beregning af den værdi selskabet øges med, når afkastningsgraden (ROIC) overstiger diskonteringsrenten (WACC). Economic Profit er et centralt område i værdiansættelser og styring af værditilvæksten.</p>
Enterprise value	<p>Værdien af den samlede virksomheds aktiver. Når værdien af egenkapitalen beregnes, fratrækkes den rentebærende gæld fra enterprise value.</p>
Investeret kapital	<p>Summen af anlægsaktiver og arbejdskapital.</p>
ROIC	<p>Return On Invested Capital. På dansk "afkastningsgraden".</p> <p>Beregnes her som driftsresultat reguleret for beregnet skat divideret med investeret kapital.</p>
WACC	<p>Weighted Average Cost of Capital. På dansk benævnt "vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger". WACC er den diskonteringsrente, der anvendes til at tilbagediskontere det fremtidige cashflow til en nutidsværdi. Størrelsen af WACC har stor betydning for virksomhedens værdi. Beregningen af WACC indeholder mange elementer: Risikofri rente, risikotillæg, rente på gæld, risiko på egenkapital udtrykt ved beta, skattesats, eventuelt tillæg for illikviditet mv. Derfor er der ikke en eksakt værdi for WACC og det er derfor i enhver værdiansættelse nødvendigt at foretage følsomhedsanalyser af værdien af virksomheden ved ændringer i WACC.</p>



Muligheder med værdiansættelsen

Værdiansættelsen synliggør en lang række muligheder for at sikre dig flere penge som aktionær. Øg værdien via optimeringer i daglig drift.

Her henvises til tjeklisten for øget værdi der findes på NordicValuation.dk.

Tjeklisten anvendes i praksis af kapitalfonde og højt vurderede virksomheder som tager udgangspunkt i bl.a. følgende punkter:

1. Overordnet strategi: Hvad vil i og hvordan gennemføres jeres tiltag. Find en klar strategi.
Dette nedbringer den virksomhedsspecifikke risiko, OG giver mulighed for opstilling af de vigtige KPI'er (konkrete målepunkter der sikrer at jeres strategi følges hele vejen ned igennem organisationen)
2. Vækst i omsætning og bruttoavance. Øges.
Hvilke tiltag kan gennemføres for øget vækst og avance.
3. Omkostninger. Nedbringes.
Hvordan styrer du dine omkostninger i praksis i hverdagen. Klare regler for indkøb og tjek af indkøb.
Er der styr på personale omkostningerne. Udnyttes organisationen fuldt ud. Kan organisationen klare ekstra vækst?
4. Anlægsinvesteringer: Fastholdes i forhold til afkast. Optimer investeringer set i forhold til den øgede vækst.
5. Arbejdskapital. Nedbringes.
Tilgodehavende fra kunder, varelager modregnet leverandørgæld er en dræber for cashflow medmindre det optimeres.
6. Investeret kapital (anlægsinvesteringer plus arbejdskapital) udnyttes optimalt.
Punkt 5 og 6 sammen og især vigtigt.
Dit driftsresultat set i forhold til afkastet af den kapital der er investeret i virksomheden er afgørende. Krav til afkast af nye investeringer.
Dette punkt sammenholder alt og skaber shareholdervalue: Flere penge til dig som aktionær.