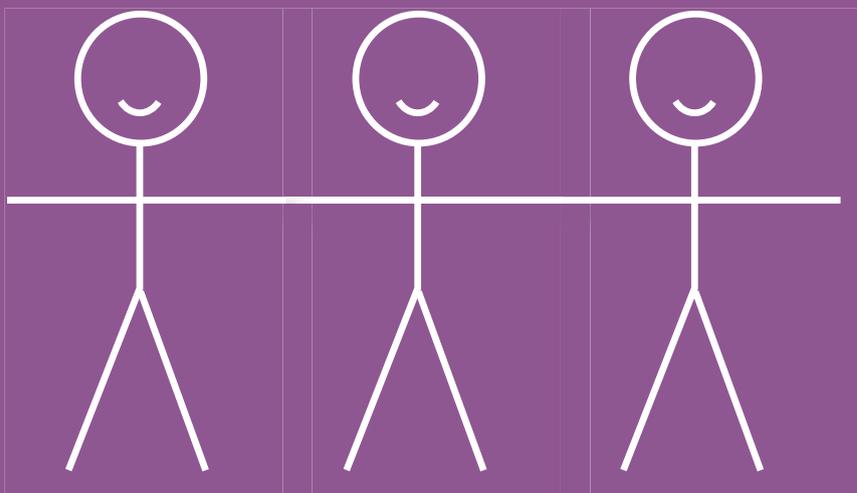


Notat

omkring

SALGSMODNING



til brug for revisors kunder

FORENINGEN AF STATS-AUTORISEREBE REVISORER

**Notat omkring salgsmodning
til brug for revisors kunder**

© Forening af Statsautoriserede Revisorer

Omslag, grafisk design og tryk: BookPartnerMedia
Printed in Denmark 2008

ISBN: 978-87-619-2555-8



Notat omkring salgsmodning til brug for revisors kunder

Hvad er Salgsmodning?

Salgsmodning er udtryk for de handlinger og tiltag, der gennemføres i en virksomhed med henblik på at fremme muligheden for et succesfuldt salg af virksomheden.

Mere konkret kan det formuleres således:

„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“

Salgsmodning handler således om at udvikle virksomheden på en måde, der gør, at der vil være flere købere, der vil være interesseret i at erhverve virksomheden til en høj pris.

Som typiske eksempler på salgsmodningsaktiviteter kan nævnes

- At gøre virksomheden mindre afhængig af dens nuværende ejer.
- At virksomheden udvikler en række konkurrencemæssige fordele i forhold til øvrige aktører i branchen.
- At virksomheden har sandsynliggjort sine udviklingsmuligheder og underbygget disse med budgetter.
- At virksomheden har en høj dokumentationsgrad inden for økonomi og juridiske forhold.

Hvorfor beskæftige sig med salgsmodning?

Virksomhedsejere har væsentlige værdier bundet i deres virksomhed. Forhåbentlig er en del af den værdiskabelse, der er sket i virksomheden, tilgået ejeren i form af løn og udbytte, men ofte vil den væsentligste del heraf skulle realiseres gennem et salg af virksomheden.

I de kommende år vil en lang række virksomheder skulle generationsskiftes – dels på grund af ejerens alder, men også fordi globalisering, ændrede markedsf forhold mv. stiller øgede krav til virksomheders ledelse og størrelse, hvilket i sidste ende kan få indflydelse på ejerskabet af virksomheden.

Mange virksomheder vil formentlig ikke kunne sælges, fordi de ikke besidder de karakteristika, som virksomhedskøbere efterspørger. Hermed taber virksomhedsejeren betydelig værdi. Andre virksomheder vil kunne sælges, men salgsprocessen bliver lang og slidssom og resultatet ikke optimalt. Endnu andre vil få solgt deres virksomhed uden væsentlige komplikationer og til en høj værdi. Hvilke af disse forløb en virksomhedssælger må imødesee, handler i al væsentlighed om, i hvilket omfang virksomheden er salgsmodnet.

I den sidste ende handler salgsmodning således om at optimere økonomien for virksomhedsejeren – at skabe mest mulig værdi for ejeren. Der er derfor gode grunde til, at virksomhedsejere og deres rådgivere bør beskæftige sig med salgsmodning.

Hvordan griber man salgsmodning an?

Værdiansættelse

Da salgsmodning drejer sig om at optimere værdien af virksomheden, er det afgørende, at man har en basal forståelse for, hvordan man værdiansætter virksomheder, idet man først derigennem reelt kan argumentere for en sammenhæng mellem salgsmodning og værdien af virksomheden.

Værdiansættelse af virksomheden er en kompleks disciplin, men det er ikke nødvendigt at være specialist i værdiansættelse for at kunne forstå de bagvedliggende mekanismer. Blandt de metoder, der oftest anvendes i dag, skal her kort beskrives to:

- Discounted Cash Flow (DCF) metoden
- Multipelmetoden.

DCF metoden estimerer virksomhedens værdi som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme. Tankegangen bag metoden er, at en køber erhverver retten til de fremtidige pengestrømme, og der vil derfor være et sammenfald mellem størrelsen af den fremtidige pengestrømsgenerering og værdien af virksomheden. Denne sammenhæng er forsøgt illustreret i nedenstående figur:

Sammenhængen mellem komponenter, der indgår i pengestrømme og værdien af virksomheden		
Omsætning ↑	=>	Værdi ↑
Driftsomkostninger ↑	=>	Værdi ↓
Betalt skat ↑	=>	Værdi ↓
Varelagre ↑	=>	Værdi ↓
Tilgodehavender ↑	=>	Værdi ↓
Driftsgæld ↑	=>	Værdi ↑
Anlægsinvesteringer ↑	=>	Værdi ↓

En isoleret fremgang i eksempelvis omsætningen influerer positivt på likviditeten og dermed værdien af virksomheden. Omvendt vil øgede driftsomkostninger eller øgede pengebindinger i varelagre og tilgodehavender influere negativt på likviditeten og dermed værdien af virksomheden.

Den fremtidige pengestrøm, der kan sandsynliggøres, tilbagediskonteres med en diskonteringsats, der beregnes ud fra den af køber valgte finansieringsstruktur (forholdet mellem gæld og egenkapital), den risikofrie rente og en vurdering af de driftsmæssige og finansielle risici i selskabet (risikotillæg). Sammenhængen mellem de enkelte komponenter af diskonteringsraten og værdien af virksomheden er illustreret nedenfor:

Sammenhængen mellem komponenter, der indgår i pengestrømme og værdien af virksomheden		
Risikofri rente ↑	=>	Værdi ↓
Risikotillæg ↑	=>	Værdi ↓
Gæld i forhold til egenkapital ↑	=>	Værdi ?

Mens det ikke er entydigt, hvorledes forholdet mellem gæld og egenkapital influerer på værdien af virksomheden, vil en stigning i den risikofrie rente og risikotillægget påvirke værdien af virksomheden negativt.

I forhold til salgsmodning betyder det, at jo mere likviditet, der kan skabes og jo mindre risiko der er forbundet med virksomhedens fremtidige betalingsstrømme jo højere værdi. Det vil samtidig være faktorer, som potentielle købere vil granske nærmere i forbindelse med et eventuelt køb af virksomheden.

Multipelmetoden er en noget mere forenklet værdiansættelsesmetode end DCF metoden. Typisk vil værdien af virksomheden ved hjælp af multipelmetoden blive estimeret ved at gange næste års indtjening med prisen for en overskudskrone (multiplen) i et sammenligneligt selskab. Som estimat for næste års indtjening tages der ofte udgangspunkt i virksomhedens forventede resultat af primær drift. Som estimat for prisen per overskudskrone (multiplen) tages typisk udgangspunkt i sammenlignelige børsnoterede selskaber eller sammenlignelige transaktioner. De faktorer, der influerer på niveauet for indtjeningsbaserede multipler, er vækst i den fremtidige indtjening og risiko. Desto højere forventningerne er til den fremtidige vækst i indtjeningen og desto lavere risiko, jo mere vil en køber være villig til at betale for en overskudskrone, dvs. jo højere vil multiplen også være.

I forbindelse med salgsmodning betyder det, at det grundlæggende er de samme faktorer som ved DCF metoden, der skal optimeres for at sikre den højest mulige pris på transaktionstidspunktet.

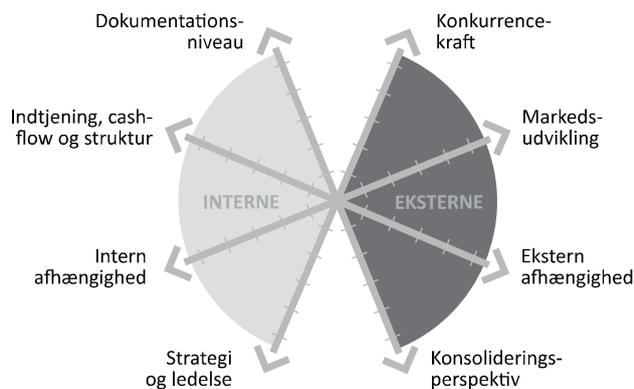
Omsættelighed

Med henblik på at optimere salgsmodningen af virksomheden, er det også vigtigt at have en forståelse for begrebet 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. Især for mindre virksomheder spiller omsættelighed en central rolle, da det ofte kan være svært at finde købere til disse virksomheder. Begrebet kendes også fra børsnoterede virksomheder, hvor virksomheder med høj omsættelighed af aktiekapitalen værdiansættes højere, fordi aktionærerne hurtigere kan komme 'ind og ud' af aktierne.

Der kan være mange måder at skabe interesse for virksomheden på, men det vurderes, at den største omsættelighed kan 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.

Værdifaktorer

Før man kan kvantificere risiko, fremtidig indtjening og graden af køberinteresse, er det nødvendigt at analysere virksomheden. Dette kan med fordel gøres ud fra en struktureret model, som eksempelvis den følgende figur:



Ovenstående illustrerer 8 værdifaktorer – 4 eksterne og 4 interne – hvorudfra virksomhedens styrkeposition kan fastlægges. En analyse heraf vil måske vise, at virksomheden allerede er salgsmodnet i tilfredsstillende grad på 3 områder, bør yderligere salgsmodnes på andre 3 områder, og har akut behov for salgsmodning på yderligere 2 områder.

Nedenfor vil de enkelte Værdifaktorer kort blive gennemgået, herunder vil enkelte salgsmodningstiltag blive anført.

Konkurrencekraft

Hvor stærk er virksomhedens konkurrenceevne? Hvor adskiller virksomheden sig fra sine konkurrenter? Hvad er de væsentligste konkurrenceparametre, og hvordan er virksomhedens konkurrencekraft på hver enkelt af disse? Hvilke indgangsbarrierer findes der – hvor let er det at kopiere virksomhedens produkter og services? Er der andre produkter, der kan substituere virksomhedens? Hvem er konkurrenterne, hvor rentable er de og hvad er deres finansielle styrke? Hvor økonomisk effektiv er virksomheden i forhold til konkurrenterne?

Jo stærkere konkurrencekraft en virksomhed har, jo større værdi har virksomheden, fordi der vil være tiltro til den fremtidige indtjening og lav risiko for, at indtjeningen angribes af konkurrenterne.

Salgsmodningstiltag vil ofte tage sit grundlag i at differentiere sig fra sine konkurrenter, opbygge indgangsbarrierer, sikre en økonomisk effektiv drevet virksomhed mv.

Markedsudvikling

Hvilke behov er det grundlæggende, virksomheden tilfredsstillende, og hvordan er den forventede markedsudvikling her på? Hvordan udvikler disse grundlæggende behov sig? Er markedet i vækst? Hvilke vækstrater er det realistisk at budgettere med i fremtiden.

Virksomhedskøbere ønsker generelt at købe virksomheder, hvor indtjeningen kan øges, og det vil ofte kræve, at virksomheden kan sandsynliggøre, at den befinder sig på et vækstmarked. Det øger derfor både værdi og omsættelighed at være på et vækstmarked.

Salgsmodningstiltag vil være tiltag, der sikrer fremtidig vækst i virksomheden, det være sig produkt- eller markedsudvikling, geografisk ekspansion m.v.

Ekstern afhængighed

I hvilket omfang har virksomheden selv kontrol over sin fremtidige udvikling? Er der afhængighed af enkelte store kunder? Er man afhængig af licenser/agenturer fra andre? Er man afhængig af bestemte råvarer eller komponenter, hvor der er få udbydere? Er virksomheden selv i en position, hvor den kan drive salget?

Jo større afhængighed af eksterne faktorer, jo mindre kontrol har man over den fremtidige indtjening, hvilket giver en lavere værdi, Køberinteressen vil også være lavere.

Salgsmodningstiltag skal reducere den eksterne afhængighed eksempelvis gennem større kundespredning, udvikling af koncepter til sikring af gensidig afhængighed, sikring af samhandel gennem bedre aftaler m.v.

Konsolideringsperspektiv

Giver det mening at lade virksomheden vokse gennem opkøb? Kan der opnås synergier ved sammenlægning med andre? Hvor ligger synergierne – på omsætning, indkøb, omkostninger osv? Har andre med held foretaget opkøb i branchen? Er der en konsolidering i gang?

Det vil øge virksomhedens værdi, hvis der kan opnås synergier ved at konsolidere. Dels kan virksomheden øge dens fremtidige indtjening ved selv at købe op og udnytte synergier, dels vil der være øget interesse blandt købere.

Salgsmodningstiltag vil ofte være at analysere mulige synergier, klarlægge disse, og evt. forfølge disse med opkøb. Alternativt have klarlagt for en køber, i hvilket omfang opkøb vil kunne øge virksomhedens værdi.

Strategi og ledelse

Har virksomheden en strategi for de kommende år? Kender den sine styrker og svagheder? Er der et højt ledelsesberedskab blandt virksomhedens ansatte? Er der etableret en professionel bestyrelse? Er der i dag en kvalificeret ledelse – både top- og mellemlidelse?

Virksomheder, der har en høj strategisk bevidsthed, som har planer for de kommende års udvikling, der er forankret og accepteret af hele organisationen har en høj værdi og stor interesse blandt købere. Det øger sikkerheden for den fremtidige indtjening.

Salgsmodningstiltag vil ofte starte med at lave en nøje gennemtænkt strategi for virksomheden, efterfulgt af mål og budgetter for de kommende år.

Intern afhængighed

Er virksomheden afhængig af ejeren? Er der nøglepersoner som virksomhedens fremtidige udvikling er afhængig af? I hvor høj grad er tekniske forhold dokumenteret? Findes der CRM-systemer, der dokumenterer forholdet til de enkelte kunder?

Virksomheder, som stadig er meget afhængige af ejeren eller enkeltpersoner i organisationen, har en lav værdi, fordi der vil være risiko for, at den viden, ejeren eller den ansatte har, mistes efter et salg, hvis disse ikke ønsker at forblive i virksomheden.

Salgsmodningstiltag vil ofte være at reducere person-

afhængigheden, få viden dokumenteret, så den er tilgængelig for alle, få udviklet en organisationsplan med arbejdsbeskrivelser mv.

Indtjening, cashflow og struktur

Hvordan har virksomhedens historiske indtjening udviklet sig? Foreligger der underbyggede budgetter for fremtiden? Hvor stor er bindingen i arbejdskapital i forhold til omsætning? Har virksomheden en transparent struktur, der gør den nem at overskue for en køber? Har man den optimale skattemæssige struktur?

Det er den fremtidige indtjening og cashflow, som en køber betaler for. Jo bedre det er – og jo bedre det kan dokumenteres, jo mindre risiko og jo større værdi.

Salgsmodningstiltag vil ofte være at få implementeret et stærkt økonomistyringssystem, der muliggør focus på virksomhedens indtjening, likviditet og kapitalbinding. Budgetter bør være et naturligt ledelsesredskab. Endelig bør virksomheden også have fået etableret en skattemæssig struktur, der smidiggør et salg.

Dokumentationsniveau

Har virksomheden kontrakter med alle væsentlige kunder og leverandører? Har virksomheden sikret sine IP-retteligheder? Er der ansættelseskontrakter med alle ansatte? Har man alle nødvendige tilladelser? Kan økonomisystemet dokumentere indtjening opdelt på produkter/markeder?

Jo højere dokumentationsniveau, jo større sikkerhed er der omkring den fremtidige indtjening, ligesom det er bedst mulig beskyttet gennem aftaler mv. Forhold

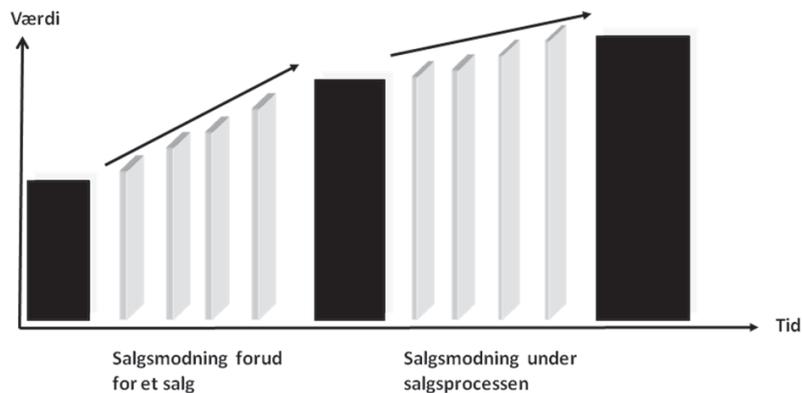
der øger interessen hos køber og værdien af virksomheden.

Salgsmodningstiltag vil naturligt være at få alle væsentlige forhold dokumenteret og at få eventuelle mangler udbedret.

Hvordan salgsmodnes der under salgsprocessen?

Virksomhedens ejer/direktør, bestyrelse og revisor har en afgørende rolle i den salgsmodning, der sker i årene frem til et salg af virksomheden. Under selve salgsprocessen vil virksomheden dog ofte inddrage specialrådgivere inden for corporate finance. Disse rådgivere skaber yderligere værdi på følgende vis:

- Ved at lave en grundig købersøgning sikres det, at flest mulige relevante købere kontaktes, hvilket giver større sandsynlighed for en høj pris.
 - Ved at sikre en velgennemtænkt præsentation af virksomheden – såvel ved skriftlig materiale som gennem fysiske virksomhedspræsentationer – gives køberne det bedste grundlag for at kunne vurdere virksomheden.
 - Ved at sikre et højt element af konkurrence mellem køberne sikres det bedst mulige salgsvilkår.
- Dette er også forsøgt illustreret i nedenstående figur.



Det vurderes således, at salgsmodningen bør ske helt frem til salget af virksomheden, og at salgsprocessen dermed også er et vigtigt element med henblik på at øge omsætteligheden og værdien af virksomheden.

Er ejer afklaret?

Forudsætningen for at et salg 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.

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 den 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.

Såfremt ejer har bestemt sig for et salg, er der en række forhold, som ejer må forholde sig til. Såfremt salg skal ske til nærtstående part, bør ejer afklare følgende typer spørgsmål:

- 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?

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

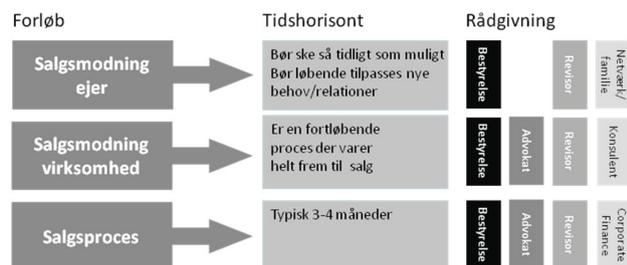
Hvornår skal salgsmodningsprocessen påbegyndes og hvem inddrages?

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.

Det anbefales, at salgsmodning principielt starter fra den dag, virksomheden overtages. Dette skyldes blandt andet, at

- En salgsmodnet virksomhed er en veltrimmet forretning
- Flere salgsmodningstiltag kræver længere tid at implementere
- Køber i stigende omfang selv tager direkte kontakt til sælger, hvorfor det er vigtigt, at sælger er afklaret omkring et salg og at virksomheden fremstår som en veltrimmet forretning
- Ejers personlige forhold ændrer sig livet igennem, hvorfor der løbende er behov for at revurdere ejerskabet af virksomheden
- Sygdom eller dødsfald kan fremskynde et salg

I den løbende proces med at salgsmodne virksomheden og ejeren vil der med fordel kunne hentes inspiration hos kollegaer i samme situation, revisor, bestyrelse, familie osv. I nedenstående figur er illustreret, hvilke sparringspartnere, der synes mest relevante i de enkelte faser samt, hvornår salgsmodningstiltag bør gennemføres:



Ofte vil en salgsmodningsproces af virksomheden starte med at få et overblik over, hvor salgsmodnet virksomheden er i forvejen. Til dette vil man ofte med fordel kunne bruge konsulenter, som er specialiseret i virksomhedssalg – virksomhedsmæglere/corporate finance rådgivere – specielt i lidt større og komplekse virksomheder. I mindre virksomheder vil bestyrelse og revisor ofte være vigtige rådgivere i denne fase.

Når dette grundlag foreligger, er der defineret en række områder, hvor der skal arbejdes med salgsmodning. Direktionen – som ofte også er ejer – og bestyrelsen spiller en central rolle i at implementere salgsmodning, men ofte vil der være behov for eksterne rådgivere. Typen af disse vil dog afhænge af, på hvilke områder salgsmodningen skal ske. Er der behov for salgsmodning inden for den økonomiske styring af virksomheden, har revisor en central rolle. Er behovet en dokumentation af en række juridiske forhold vil det være naturligt at trække på advokaten. Er der tale om strategiske forhold, kan der måske med fordel inddrages konsulenter inden for dette område.

Det centrale budskab er imidlertid, at salgsmodningen er forankret i samarbejdet mellem bestyrelse og direktion, og at relevante øvrige rådgivere involveres efter behov.

*Søren Rundtosset, 33.000 fod over Island.
Thomas Plenborg, 20 fod over København*



Foreningen af Statsautoriserede Revisorer
Kronprinsessegade 8
1306 København K
www.fsr.dk

ISBN 978-87-61-92555-8

