



# Værdiansættelse

Target ApS.



## Target ApS.

Target ApS. er en mindre dansk produktionsvirksomhed, der har eksisteret i 10 år. Virksomheden har specialiseret sig som underleverandør til et antal forskellige forskellige industrier og arbejder med en sund spredning på kundesiden.

Virksomheden har nyligt undergået en effektiv salgsmodning, hvor bla. selskabets ejer og direktør er blevet væsentligt frigjort, idet dagligt ansvar og kritisk viden i stort omfang er udlagt til ledende medarbejdere. Samtidig har man i et samarbejde med selskabets bankforbindelse og øvrige långivere, trimmet selskabets balance og opnået en optimal formel for den bundne arbejdskapital.

## Introduktion

Værdiansættelsen er foretaget af Virksomhedsmægleren på opdrag af Target.

Analysen, opstillinger samt beregninger i rapporten er foretaget med det formål, at assistere aktionærerne i Target ApS. i værdiansættelsen af selskabet (Target ApS.).

Rapporten indeholder:

- Forudsætningsgrundlag og introduktion af virksomheden.
- Ordforklaring
- Gennemgang af selskabets drift, balance samt
- Brancheanalyse
- Peer-Group analyse
- Værdiansættelsesmetoder
- Discounted Cash Flow Analyse
- Følsomhedsanalyser
- Multipelanalyse
- Konklusion

## Virksomheden

Target ApS.,  
Anders Andersenvej 123,  
9999 Andeby  
CVR. 12 34 56 78.  
Stiftet 01.01.2001

*Selskabets formål er, at drive handelsvirksomhed med handelsvarer*

## Ejerbog:

Anders Andersen Holding ApS. - (Legal ejer) – 100%  
Anders Andersen - (Reel ejer) – 100%

## Grundlag

Konklusioner og resultater i nærværende rapport er udarbejdet med udgangspunkt i offentligt tilgængeligt materiale samt udleverede oplysninger fra selskabet.

Udleveret materiale:

- Bilag 1: Årsrapport 2015
- Bilag 2: Internt Regnskab 2015
- Bilag 3: Årsrapport 2016
- Bilag 4: Internt Regnskab 2016
- Bilag 5: Årsrapport 2017
- Bilag 6: Internt Regnskab 2017
- Bilag 7: Årsrapport 2018
- Bilag 8: Internt Regnskab 2018
- Bilag 9: Budgetter 2019-2020
- Bilag 10: Råbalance 2019 Q1

Multipelgrundlag er indhentet via Zephyr, Bureau Van Dijk.

Analysen er desuden baseret på informationer, uddrag fra telefon, e-mail og øvrig korrespondance med virksomheden.

Alle prognostiserede nøgletal er fundet ved lineær regression.

## Ordforklaring:

<b>Performance</b>	Udtryk for selskabets præstationsevne.
<b>DCF</b>	Discounted Cash Flow Tilbagediskontering af forventede fremtidige pengestrømme fra driften til virksomheden
<b>Forecast</b>	Et estimat over fremtidige finansielle værdier, også kendt som budgetperiode
<b>Terminalperiode (TP)</b>	Udtryk for den periode, som ligger ud over den direkte budgetterede finansielle udvikling
<b>EV</b>	Enterprise Value Virksomhedens samlede værdi til både ejere og långivere
<b>EqV</b>	Equity Value (EV-NIBD) Virksomhedens værdi til ejere
<b>NIBD</b>	Net Interest Bearing Debt Nettorentebærende gæld
<b>IC</b>	Invested Capital Netto driftsaktiver (Anlægsaktiver + Arbejdskapital)
<b>FCFF</b>	Free Cash Flow to Firm Frie pengestrømme efter skat til hele virksomheden
<b>NOPAT</b>	Net Operating Profit After Tax Overskud fra driften justeret for netto skatteeffekten.
<b>Netto Skatteeffekt</b>	Skat af driftsoverskuddet fratrukket skatteskjoldet af de nettofinansielle omkostninger

<b>TC</b>	Target Company
<b>WACC</b>	Weighted Average Cost of Capital Vejede Gennemsnitlige kapitalomkostninger
<b>Beta (<math>\beta</math>)</b>	Beta er et udtryk for den systematiske og uundgåelige risiko et selskab har ift. markedet.
<b>Risikofri rente</b>	Den risikofrie rente afspejler det afkast der gives ved en total risikofri investering, denne måles på en dansk 10 årig statsobligation pr. dags dato.
<b>Markedsrisikopræmie</b>	Markedsrisikopræmie er et udtryk for det merafkast markedet kræver ved investeringer med risiko.
<b>Firm Size Premium</b>	FSP er den yderligere risiko som er tilstede i mindre virksomheder.
<b>EBIT-margin</b>	Resultat før finansielle poster / Omsætning x 100
<b>NOPAT-Margin</b>	NOPAT / Omsætning
<b>Overskuds-Margin</b>	Årets resultat / Omsætning x 100
<b>Afkastgrad</b>	Resultat før finansielle poster / Samlede aktiver x 100
<b>AOH</b>	Aktivernes omsætningshastighed Nettoomsætning / Netto driftsaktiver
<b>Arbejdskapital</b>	Den akkumulerede pengebinding i driften.



A blue-tinted background image featuring a laptop keyboard at the top, a document with the word 'BUSINESS' partially visible, a silver pen at the bottom right, and several colorful paper clips (green, yellow, orange, pink) in the center. The text 'Nøgletal' is overlaid in white.

# Nøgletal

Target ApS.

# Resultat og budget

## Resultat og budget

Til højre ses en opstilling af Target ApS's realiserede tal for perioden 2015 – 2018 samt budget for 2019.

Budget 2019 er baseret på ledelsens forventninger.

---

I gennemgangen af resultatopgørelsen, vurderes der overordnet på den den historiske omsætningsudvikling samt fremtidsudsigterne iflg. ledelsens forventninger i form af budgettet for 2019.

Budgetforventninger bør i så vid udstrækning som muligt suppleres med fakta i form af eks. ordrebeholdning, tilbudsipeline el.lign.

I det pågældende tilfælde er der tale om en produktionsvirksomhed, hvor det er relevant at evaluere selskabets dækning på to niveauer – DBI efter afholdelse af det direkte vareforbrug og DBII efter personaleomkostninger til produktionsmedarbejdere. På DBII-niveau kan vi konkludere, hvor stor en andel af omsætningen der er efterladt til dækning af selskabets faste omkostninger.

Selskabets faste omkostninger evalueres enkeltvis, for bl.a. at afkode, hvorvidt selskabets ledelse historisk har formået, at holde et stabilt omkostningsniveau eller om strukturen er meget svingende.

På EBITDA-niveau aflæses resultatet af selskabets aktiviteter før afskrivninger, finansielle poster og skat - også kaldet resultatet af den primære drift.

Selskabets afskrivninger og finansielle poster evalueres og indgår særskilt i selskabets cashflow.

Den afsluttende konklusion på gennemgang af resultatopgørelsen er en opgørelse af selskabets frie cashflow, der uundgåeligt danner grundlag for en videre diskussion af selskabets værdi.

<sup>1</sup> Netto Skatteeffekten beregnes som skat af driften - skatteskjold fra nettofinansielle omkostninger.

<sup>2</sup> NOPAT viser overskuddet fra driften fratrukket netto skatteeffekten, og viser således driftens overskud til ejerne.

Resultatopgørelse og budget					
	2015	2016	2017	2018	2019B
	DKK	DKK	DKK	DKK	DKK
<b>Nettoomsætning</b>	<b>19.664.276</b>	<b>19.117.462</b>	<b>18.656.812</b>	<b>21.286.823</b>	<b>22.199.000</b>
<i>Indeks</i>	100	97	95	108	113
Vareforbrug	-6.840.621	-6.322.080	-6.245.990	-7.500.796	-8.446.000
<i>Indeks</i>	100	92	91	110	123
<b>Dækningsbidrag I</b>	<b>12.823.653</b>	<b>12.795.380</b>	<b>12.410.820</b>	<b>13.786.025</b>	<b>13.753.000</b>
<i>Indeks</i>	100	100	97	108	107
<b>Dækningsgrad I</b>	<b>65,2%</b>	<b>66,9%</b>	<b>66,5%</b>	<b>64,8%</b>	<b>62,0%</b>
Personaleomkostninger	-8.459.029	-6.913.830	-8.083.487	-8.138.716	-7.816.000
<i>Indeks</i>	100	82	96	96	92
<b>Dækningsbidrag II</b>	<b>4.364.623</b>	<b>5.881.549</b>	<b>4.327.332</b>	<b>5.647.308</b>	<b>5.937.000</b>
<i>Indeks</i>	100	135	99	129	136
<b>Dækningsgrad II</b>	<b>22,2%</b>	<b>30,8%</b>	<b>23,2%</b>	<b>26,5%</b>	<b>26,7%</b>
Salgsomkostninger	-733.469	-399.813	-626.703	-668.380	-484.000
<i>Indeks</i>	100	55	85	91	66
Produktionsomkostninger	-387.036	-231.089	-497.509	-483.632	-438.000
<i>Indeks</i>	100	60	129	125	113
Lokaleomkostninger	-380.090	-454.142	-504.046	-486.018	-444.000
<i>Indeks</i>	100	119	133	128	117
Administrationsomkostninger	-1.039.131	-973.516	-1.135.155	-1.243.946	-1.323.000
<i>Indeks</i>	100	94	109	120	127
Andre omkostninger	0	0	-13.343	-23.135	0
<b>EBITDA</b>	<b>1.824.897</b>	<b>3.822.989</b>	<b>1.550.576</b>	<b>2.742.197</b>	<b>3.248.000</b>
<i>EBITDA-margin</i>	9,3%	20,0%	8,3%	12,9%	14,6%
Af- & Nedskrivninger	-327.901	-504.403	-521.902	-790.168	-750.000
<b>EBIT</b>	<b>1.496.996</b>	<b>3.318.586</b>	<b>1.028.674</b>	<b>1.952.029</b>	<b>2.498.000</b>
<i>EBIT-margin</i>	11,7%	25,9%	8,3%	14,2%	18,2%
Netto Skatteeffekt <sup>1</sup>	-340.754	-699.590	-213.369	-397.772	-549.560
<b>NOPAT<sup>2</sup></b>	<b>1.156.242</b>	<b>2.618.996</b>	<b>815.305</b>	<b>1.554.257</b>	<b>1.948.440</b>

# Balance

## Balance

I gennemgang af balancen vurderes der først og fremmest på selskabets soliditet – er selskabet hårdt gearet eller hviler finansieringen på egenkapital.

Dernæst ses der på balancen mellem selskabets omsætningsaktiver og kortfristede forpligtelser – vurderes selskabet i stand til, at servicere de forpligtelser, der forfalder indenfor det kommende år?

Det vurderes desuden i hvor høj grad selskabet er eksponeret i anlægsaktiver – herunder evalueres også leasede aktiver – er selskabet omstillingsparat eller er aktiv-strukturen usmidig.

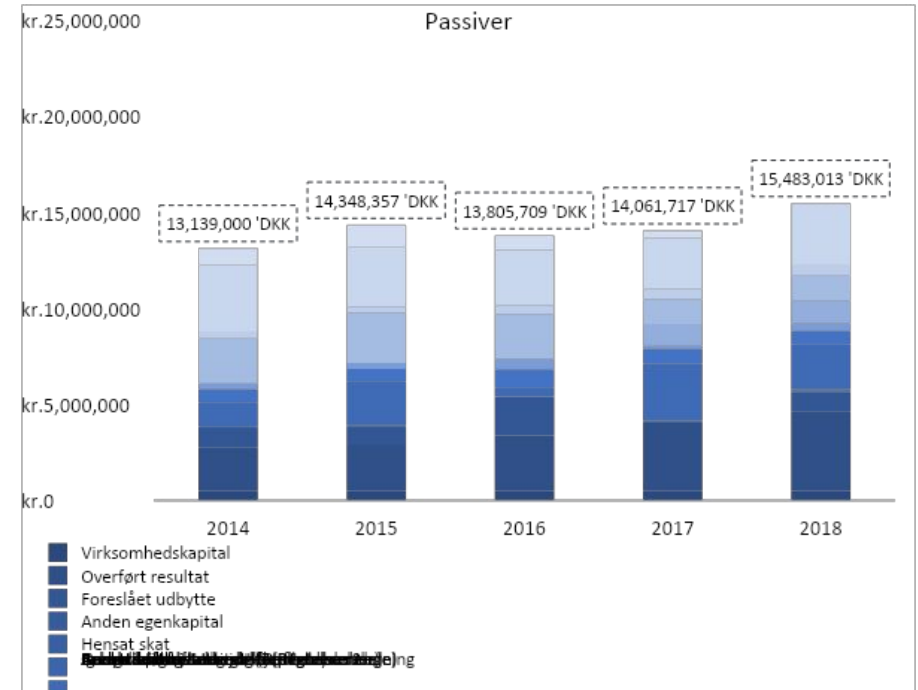
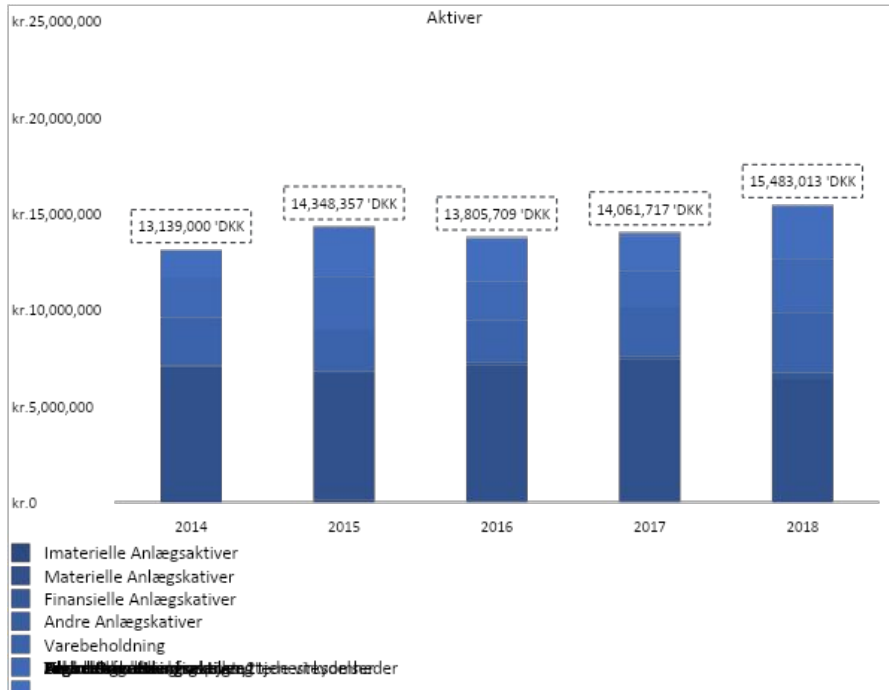
Derudover vurderes selskabets tilgodehavender ift. omsætning for bl.a. at inkludere selskabets eksponering som långiver overfor kunder.

Ud af balancen udledes afslutningsvist selskabets nettorentebærende gæld og arbejdskapital, hvilket er to grundlæggende parametre i værdiansættelsen og opgørelsen af nettoværdien af selskabets kapitalandele.

Det er ligeledes gennemgangen af balancen, der danner grundlag for drøftelser omkring salgsmodning.

## Balance pr. 31.12 2018

<i>Aktiver</i>		<i>Passiver</i>	
Materielle anlægsaktiver	6.366.508	Selskabskapital	500.000
Finansielle anlægsaktiver	339.955	Overført overskud	4.148.674
Immaterielle anlægsaktiver	<u>22.416</u>	Udbytte	1.000.000
<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>6.728.879</b>	Reserver	<u>71.369</u>
<b>Varebeholdning</b>	<b>3.142.194</b>	<b>Egenkapital i alt</b>	<b>5.720.043</b>
Tilgodehavende fra salg og tjenesteydelser	2.790.095	<b>Hensatte forpligtelser</b>	<b>73.583</b>
Tilgodehavende hos tilknyttede virksomheder	2.713.257	Kortfristet del af langfristet gæld	602.239
<u>Andre tilgodehavende</u>	<u>76.968</u>	Gæld til øvrige kreditinstitutter	2.323.041
<b>Tilgodehavende i alt</b>	<b>5.580.320</b>	Leverandører af varer og tjenesteydelser	719.896
<b>Likvide beholdninger</b>	<b>31.620</b>	<u>Anden gæld</u>	<u>2.872.318</u>
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>8.754.134</b>	<b>Kortfristede gældsforpligtelser i alt</b>	<b>6.517.494</b>
		<b>Langfristede gældsforpligtelser i alt</b>	<b>3.171.893</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>15.483.013</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>15.483.013</b>



## Aktiver

I gennemgang af selskabets aktiver vurderes der først og fremmest hvordan udviklingen af de enkelte aktiver har ændret sig i den historiske periode, samt hvordan den samlede aktivmasse har ændret sig de seneste år. Det vil ligeledes blive undersøgt om aktiverne har ændret sig i takt med omsætningen, eller om der er udslag som vil have betydning for aktivernes omsætningshastighed

Derudover vil det blive vurderet om der er noget fundamentalt ved virksomheden, der skaber en bestemt sammensætning af aktiver.

## Passiver

I gennemgang af selskabets passiver vurderes det først og fremmest, hvordan udviklingen af de enkelte passivposter har udvikle sig i den historiske periode, samt hvordan sammensætningen af egenkapital og fremmedkapital har ændret sig i de seneste år.

Derudover er det interessant, at vurdere hvordan det forslåede udbytte har udviklet sig, da det ofte er et udtryk for et højt cash-flow.

Derudover vil det blive vurderet om der er noget fundamentalt ved virksomheden der skaber en bestemt sammensætning af kapitalen.



## Egenkapitalafkast (Return on Equity - ROE)

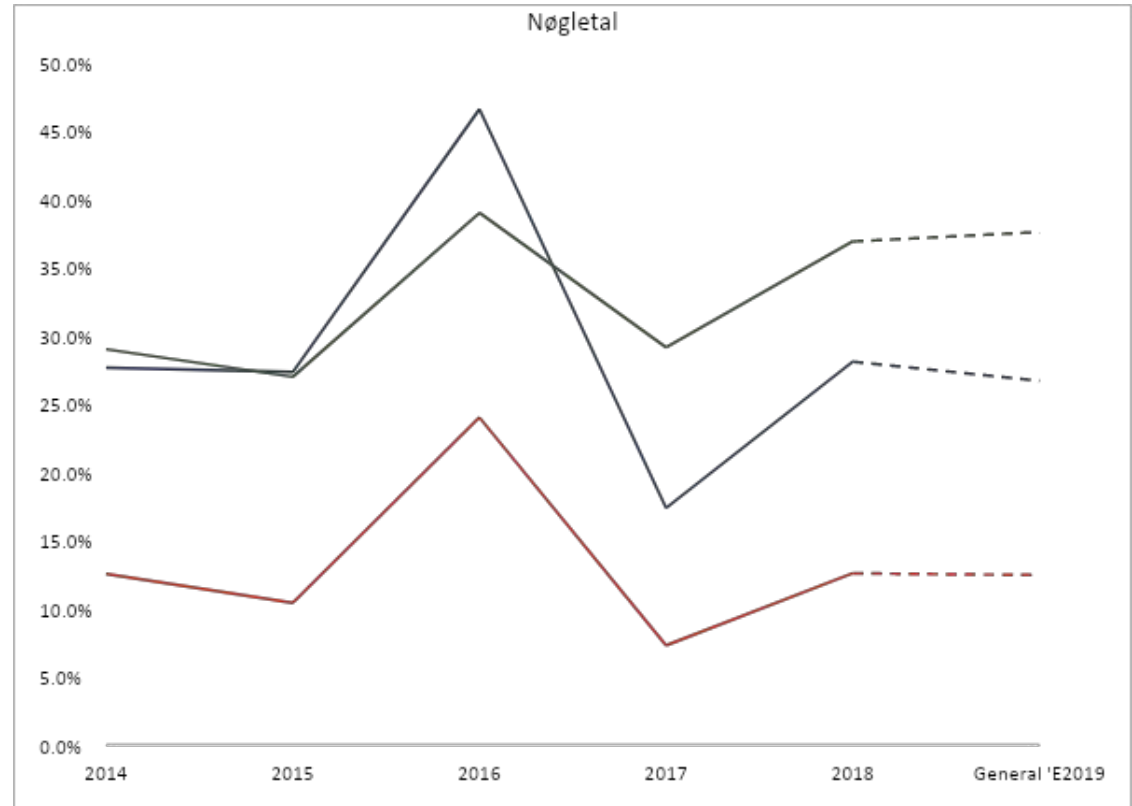
Egenkapitalafkast måler virksomhedens rentabilitet på, hvor meget profit selskabet har genereret på baggrund af investorernes indskud.

## Afkastgrad

Afkastgraden er et nøgletal, som viser selskabets evne til at generere overskud ud fra de den totale indskudte kapital, altså det overskud som genereres af samtlige aktiver.

## Soliditetsgrad

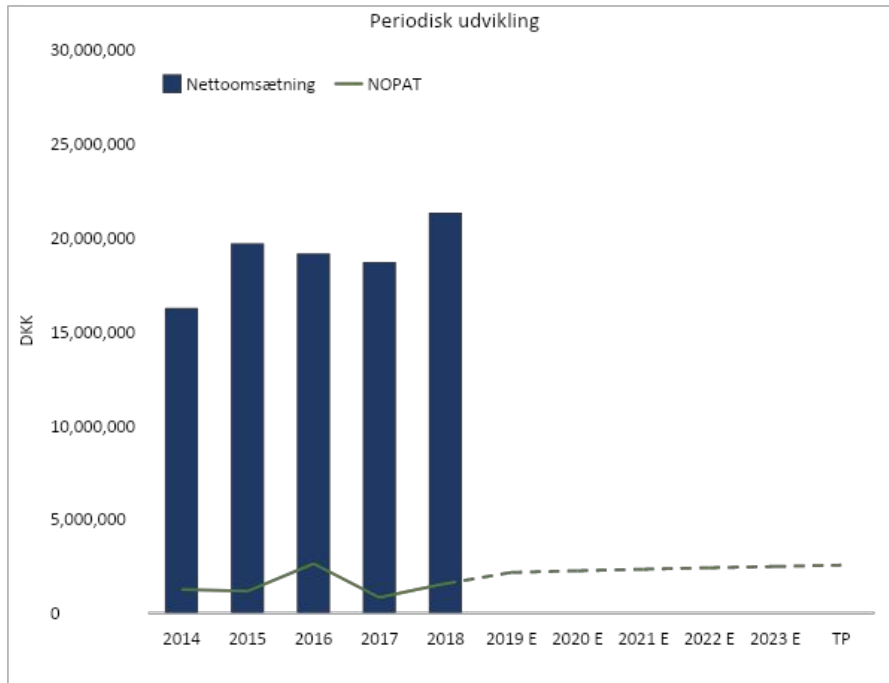
Soliditeten viser forholdet mellem selskabets gæld og egenkapital. Soliditetsgraden er dermed et udtryk for, hvor stor en andel af selskabets samlede balance der er finansieret af hhv. egenkapital og fremmedkapital.



A circular tunnel-like structure made of a woven mesh, looking out onto a cloudy sky. The mesh is composed of many thin, dark grey strands that create a complex, repeating pattern. The tunnel leads to a bright, overcast sky with scattered white clouds. The overall tone is monochromatic and futuristic.

# Forecasting

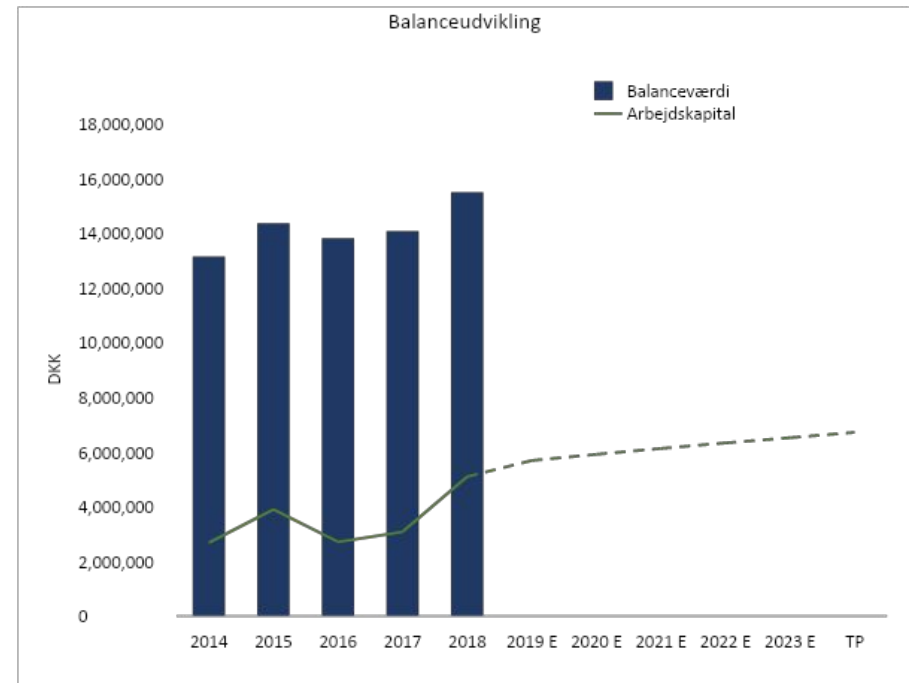
Target ApS.



## Periodisk udvikling i dækningsbidrag og NOPAT

NOPAT er det modellerede nettooverskud fra driften, efter skat – og er udgangspunktet for det frie cashflow.

Det frie cashflow, er det resultat der er til disposition fra driften – og det der danner grundlag for den beregnede værdiansættelse efter metoden Discounted Cashflow.



## Udvikling arbejdskapital

Arbejdskapitalen er det akkumulerede resultat af tilgodehavender, driftslikviditet og periodeafgrænsningsposter på aktivsiden og offentlig- og leverandørgæld og øvrige driftsrelaterede forpligtelser på passivsiden.

Således er arbejdskapitalen med andre ord, et resultat af hvordan forretningsmodel og betalingsstrømme er struktureret og vil variere med aktivitetsniveauet over tid.





# Brancheanalyse

Target ApS.



## Brancheanalyse

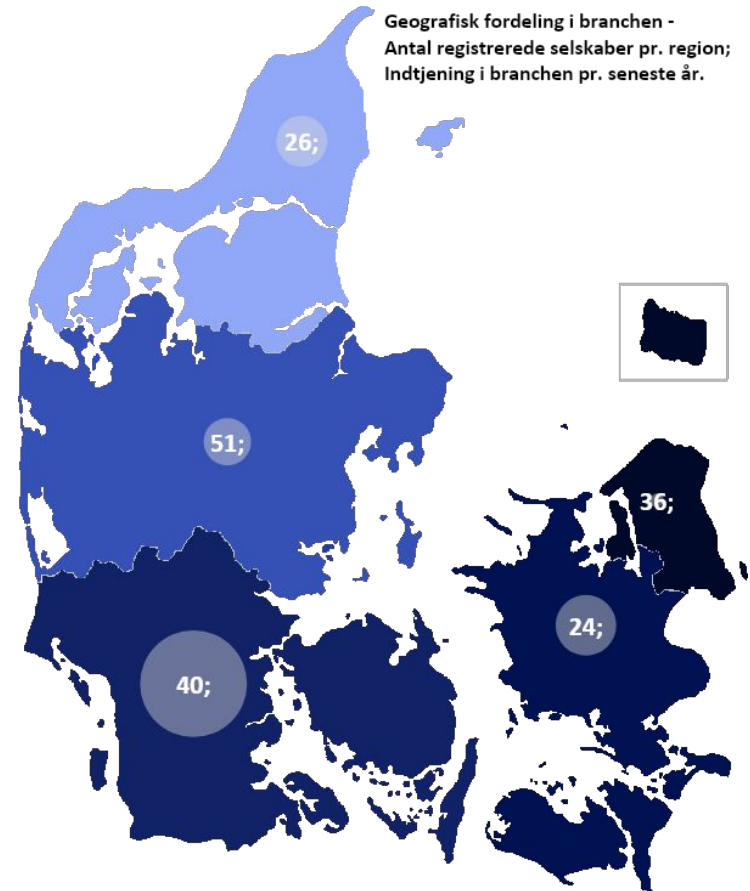
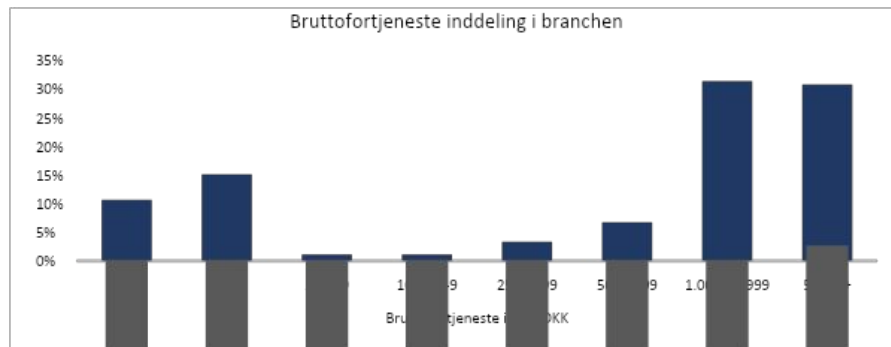
Grundlaget for brancheanalysen er offentlig tilgængeligt data. Selskaberne i brancheanalysen er udvalgt på baggrund af deres primære samt sekundære branchekode.

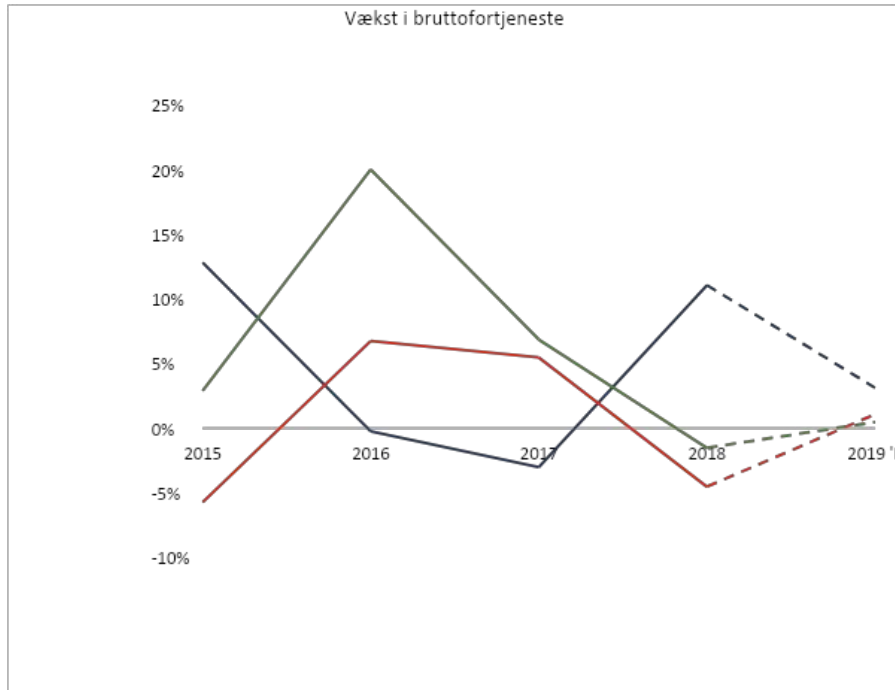
Der vil således blive vurderet hvordan markedet er skildret geografisk, hvad angår både antal samt samlet bruttofortjeneste. Derudover vil branchen blive skildret ud fra virksomhedernes størrelser målt ved bruttofortjeneste.

Dette skaber både et overordnet billede af markedet, samt en skildring af hvordan selskabet er positioneret ift. Branchen.

I de følgende slides vil der ligeledes blive vurderet på selskabets performance i sammenligning med primær og sekundær branche, ud fra de følgende nøgletal.

- Vækst i bruttofortjeneste
- Return on Equity
- Afkastgrad
- Soliditetsgrad.

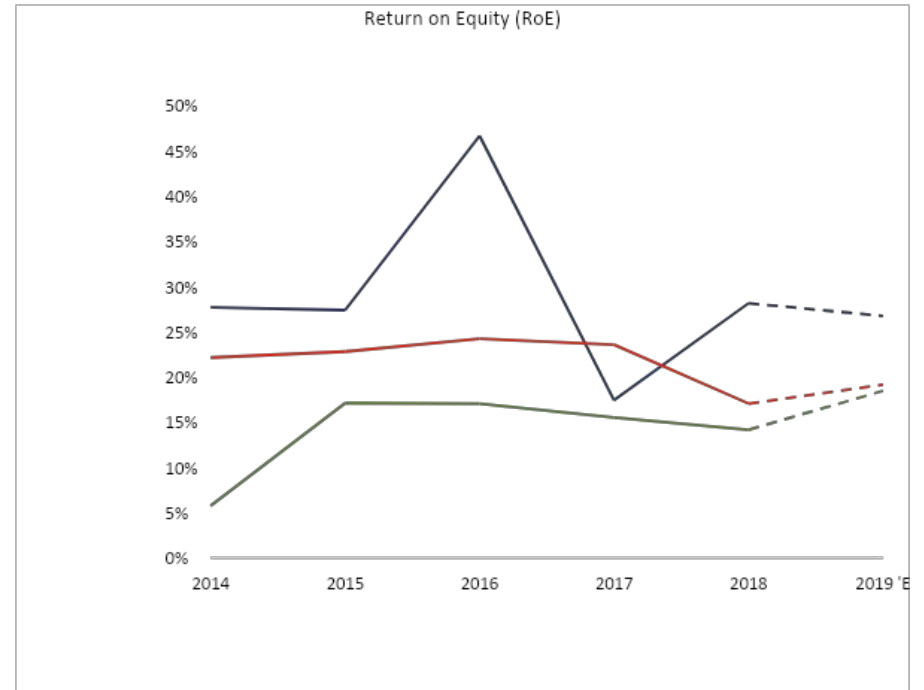




## Vækst i bruttfortjeneste

Væksten i bruttfortjeneste på brancheniveau, sker på baggrund af den gennemsnitlige vækst på tværs af alle virksomheder i hhv. primær og sekundær branche.

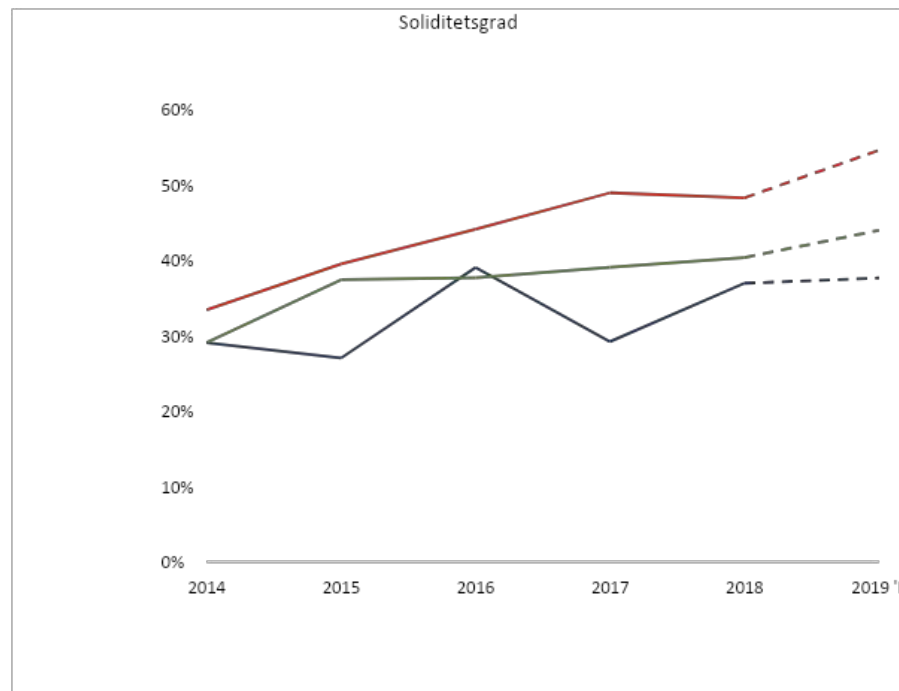
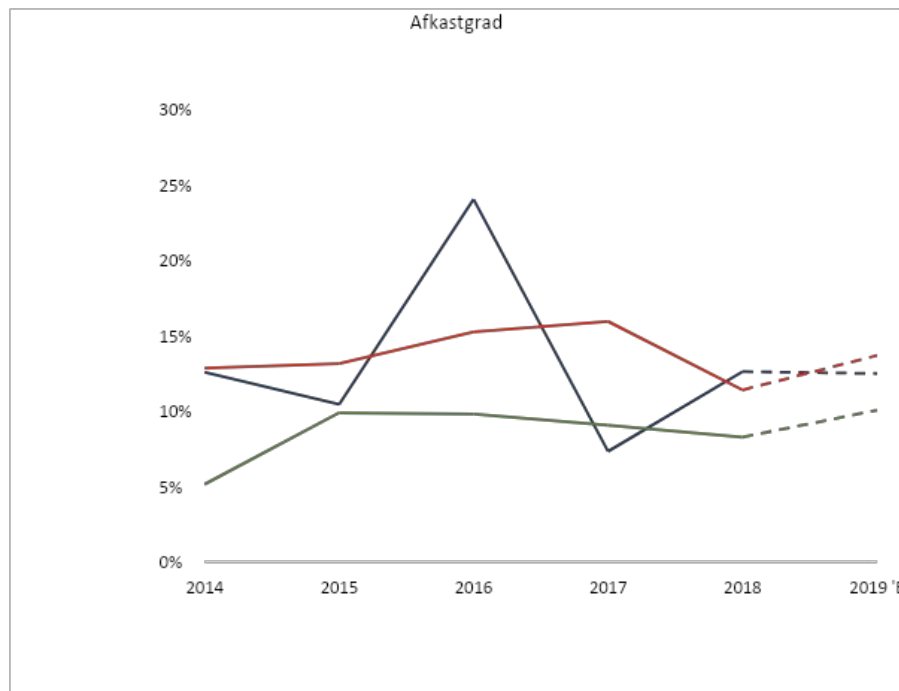
Således ansues selskabets vækst sammenlignet med markedsvæksten for at vurdere hvorledes selskabet under- eller over-performer væksten i markedet.



## Return on Equity (RoE)

Return on Equity på brancheniveau, sker på baggrund af den gennemsnitlige afkast på egenkapitalen på tværs af alle virksomheder i hhv. primær og sekundær branche.

Således ansues selskabets RoE sammenlignet med markedsnormen for at vurdere hvorledes selskabet skaber højere eller lavere afkast på egenkapitalen end markedet.



## Afkastgrad

Afkastgraden på brancheniveau, sker på baggrund af den gennemsnitlige afkast af det samlede investerede beløb på tværs af virksomheder i hhv. primær og sekundær branche.

Således ansues selskabets afkastgrad ift. markedet for at vurdere hvorledes selskabet skaber højere eller lavere afkast på det samlede investerede beløb end markedet.

## Soliditetsgrad

Soliditetsgraden på brancheniveau, sker på baggrund af den gennemsnitlige soliditet på tværs af alle virksomheder i hhv. primær og sekundær branche.

Således ansues selskabets soliditet sammenlignet med markedets samtidig med at det for virksomheden tages højde for evt. udbytte.



# Peer-Group analyse

Target ApS.



## Peer-Group analyse

Grundlaget for Peer-Group analysen er offentlig tilgængeligt data.

Selskaberne i Peer-Group analysen er udvalgt på baggrund af virksomhedens nærmeste konkurrenter, og er udvalgt i samarbejde med selskabet selv.

Der vil således blive vurderet hvor profitabelt selskabet er pr. medarbejder set ift. Peer-Group.

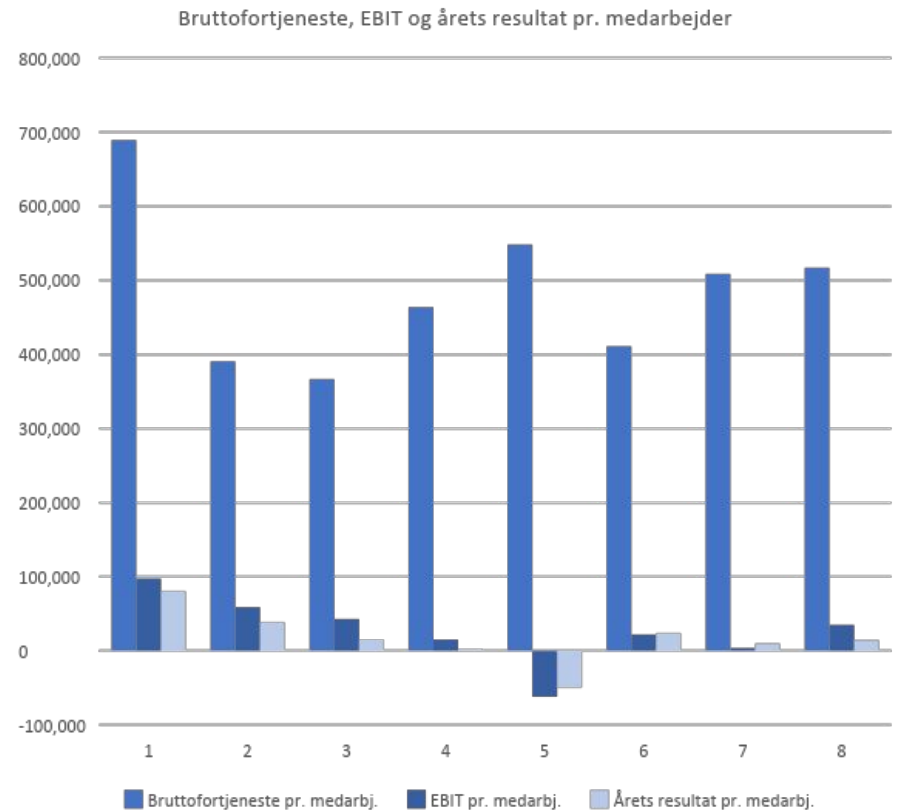
Dette skaber både et overordnet billede af den nære konkurrencesituation, samt en skildring af hvordan selskabet er positioneret ift. konkurrenterne, både i størrelse, målt ved antal ansatte, samt profitabilitet.

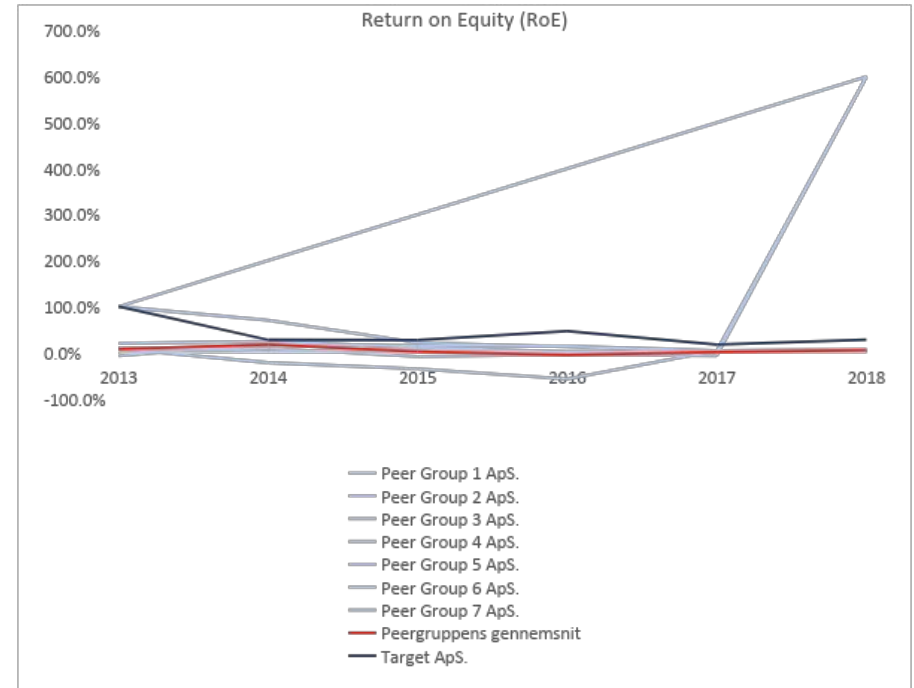
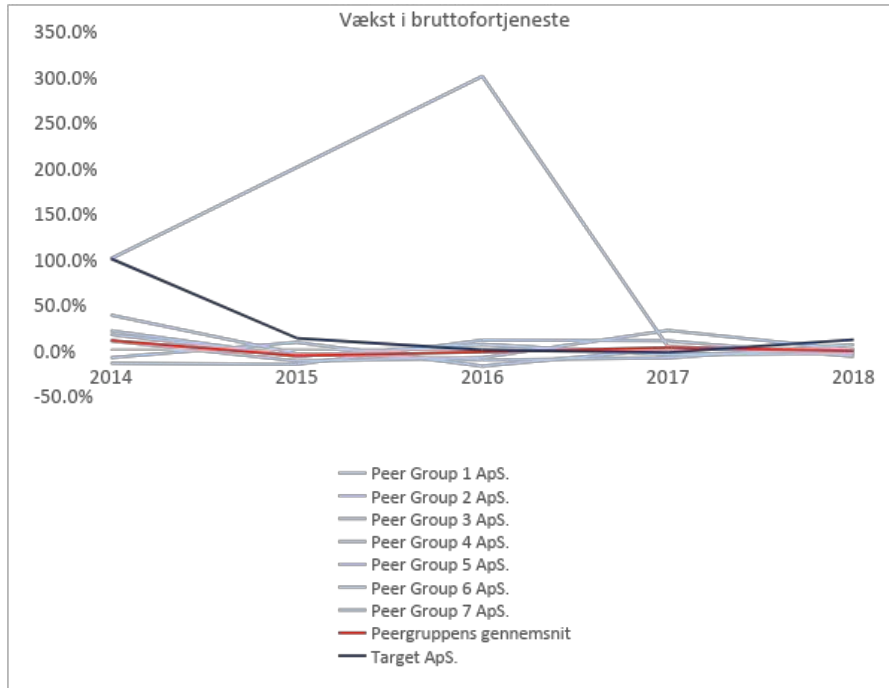
I de følgende slides vil der ligeledes blive vurderet på selskabets performance i sammenligning med med Peer-Group, ud fra de følgende nøgletal.

- Vækst i bruttfortjeneste
- Return on Equity
- Afkastgrad
- Soliditetsgrad.

### Antal ansatte seneste regnskab

Peer-Group 1 ApS.	5
Peer-Group 2 ApS.	7
Peer-Group 3 ApS.	13
Peer-Group 4 ApS.	81
Peer-Group 5 ApS.	38
Peer-Group 6 ApS.	69
Peer-Group 7 ApS.	9
<b>Target ApS.</b>	<b>20</b>





## Vækst i bruttfortjeneste

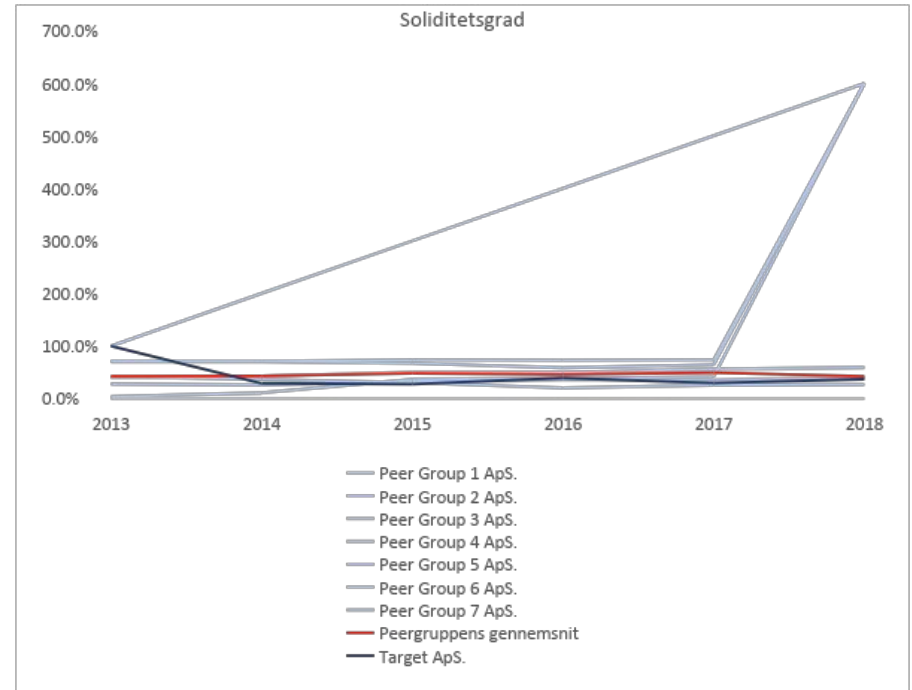
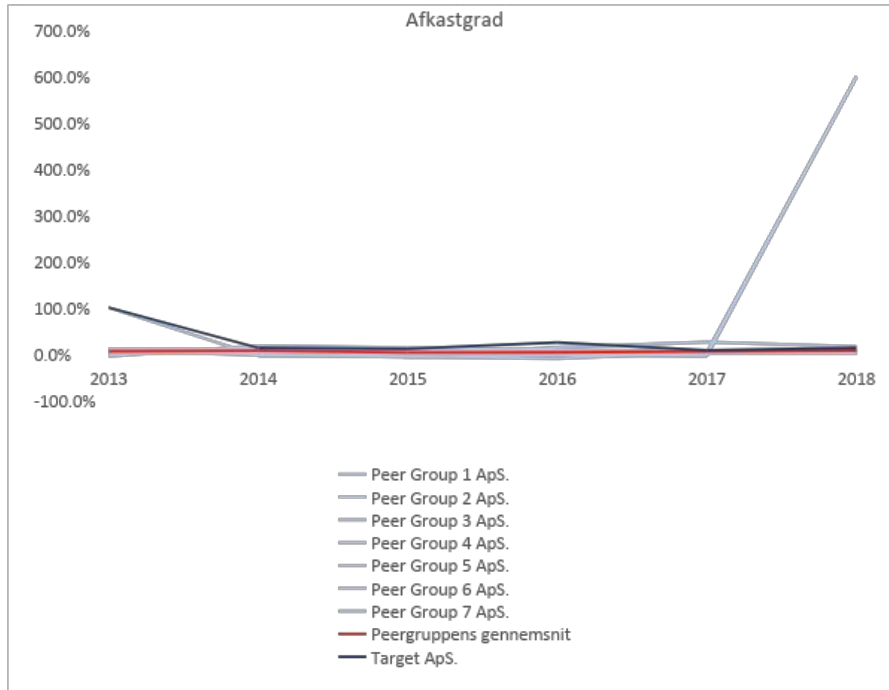
Væksten i bruttfortjeneste i peergruppen beregnes af hver enkelt virksomhed i peergruppen samt deres samlede gennemsnitlige vækst i bruttfortjeneste.

Således ansues selskabets vækst sammenlignet med konkurrenterne for at vurdere hvorledes selskabet under- eller over-performer væksten i den nære konkurrence.

## Return on Equity (RoE)

Return on Equity i peergruppen beregnes både set fra hver enkelt virksomheds perspektiv samt i peergruppen gennemsnitlige afkast af egenkapitalen.

Således ansues selskabets RoE sammenlignet med konkurrenterne for at vurdere hvorledes selskabet skaber højere eller lavere afkast på egenkapitalen.



## Afkastgrad

Afkastgraden beregnes af hver enkelt virksomhed i peergruppen samt deres samlede gennemsnitlige afkast.

Således ansues selskabets afkastgrad ift. Nærmeste konkurrenter for at vurdere hvorledes selskabet skaber højere eller lavere afkast på det samlet investerede beløb end konkurrenterne.

## Soliditetsgrad

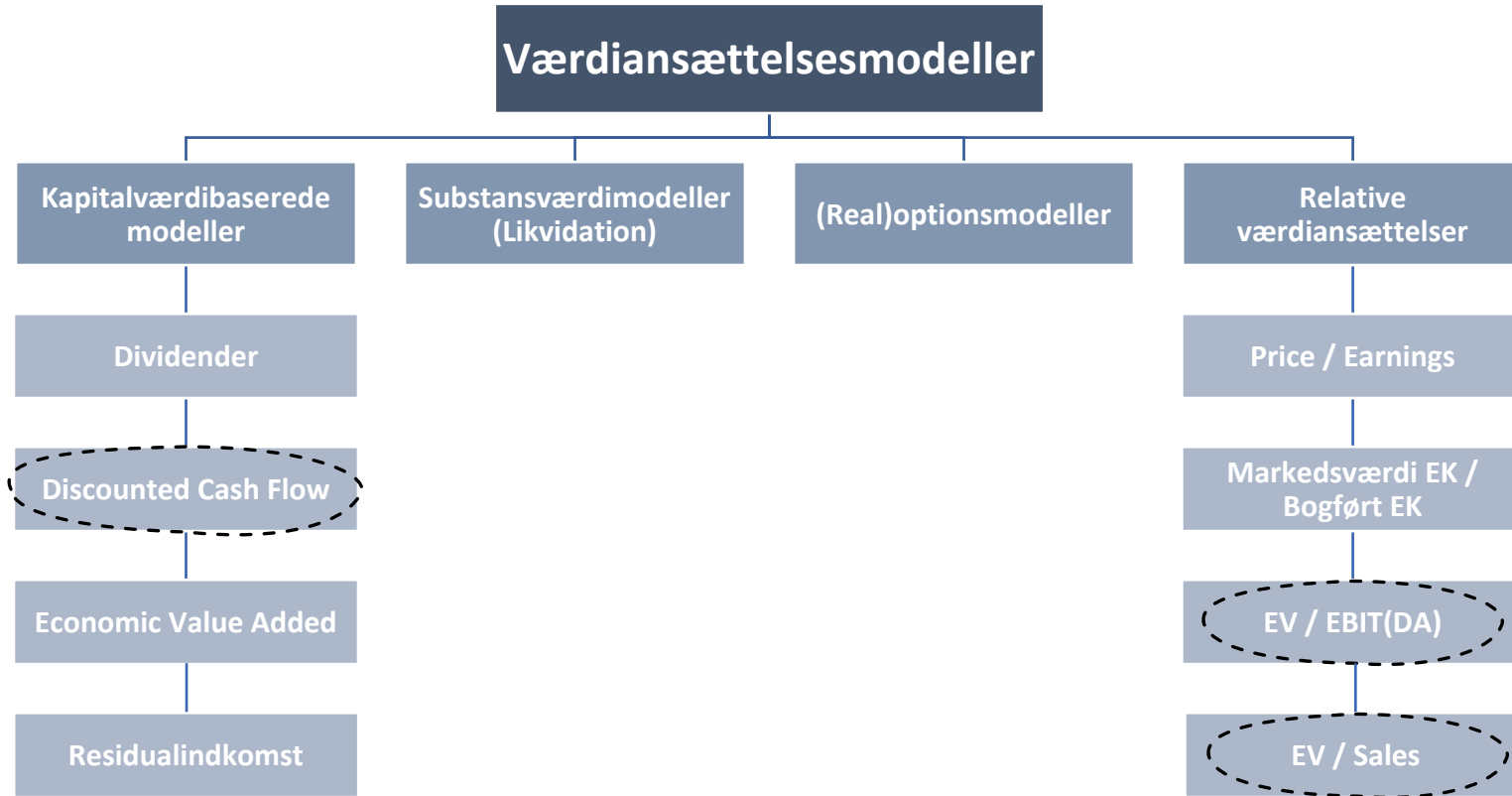
Soliditetsgraden beregnes af hver enkelt virksomhed i peergruppen samt deres samlede gennemsnitlige soliditetsgrad.

Således ansues selskabets soliditet sammenlignet med konkurrenternes samtidigt med at det for virksomheden tages højde for evt. udbytte.

# Værdiansættelsesmetoder



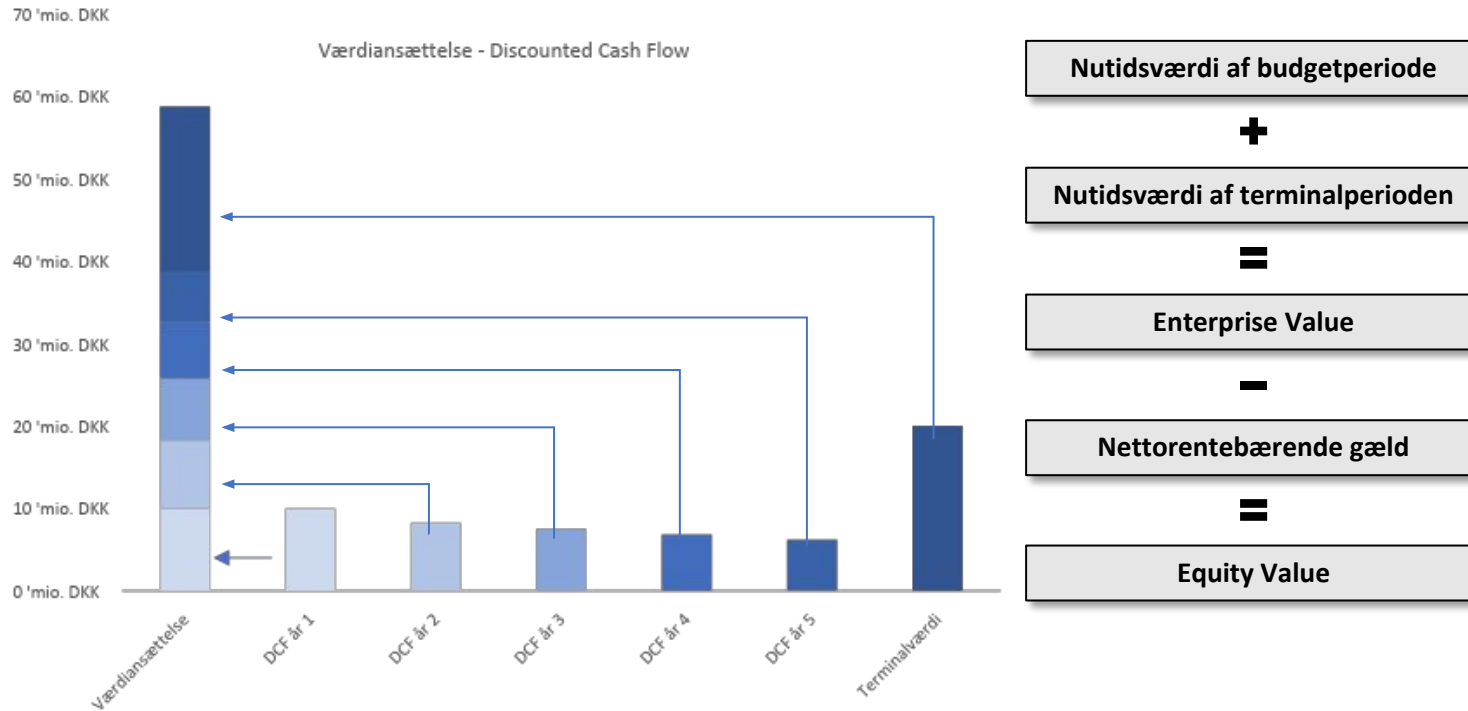




Kapitalbaserede modeller betragter værdien af virksomheden set ud fra et indtjeningsbaseret (Cash-flow) perspektiv, hvoraf Discounted Cash Flow er den mest benyttede metode.

Likvidation (alle aktiver sælges), samt realoptionsmodeller (muligheden for at udskyde et projekt for at ansue markedet bedre) er mere situationsbestemte og ikke rettet mod værdiansættelse i et frit salg.

Relative værdiansættelser bruges ofte som supplement til en indtjeningsbaseret værdiansættelse, men egner sig ikke som enkeltstående værdiansættelsesmetode. Derudover benyttes det ofte som indikator i de finansielle markeder på tværs af virksomheder.



## Discounted Cash Flow

Den mest anvendte værdiansættelsesmetode er Discounted Cash Flow (DCF-metoden). DCF-metoden angiver virksomhedens samlede værdi, ved en tilbagediskontering af selskabets forventede fremtidige frie pengestrømme fra driften efter skat (NOPAT – se specifikation på præsentationens s. 6).

DCF-metoden tager udgangspunkt i en budgetperiode, hvor væksten kan være højere end den generelle samfundsvækst, samt en terminalperiode, hvor terminalvæksten i al fremtid efter princippet going-concern er givet ud fra samfundsvæksten. Tilbagediskonteringsfaktoren (WACC – specifikation på præsentations s. 25) tager udgangspunkt i den enkelte virksomheds risiko og kapitalstruktur, hvorfor et forventet Cash Flow langt ude i fremtiden næsten ingen betydning har for værdien i dag.

DCF-metoden værdiansætter hele virksomheden, dvs. både egenkapital og lånekapital. Værdien kaldes Enterprise Value (EV) og for at udregne markedsværdien af egenkapitalen, fratrækkes den opgjorte netto rentebærende gæld (NIBD).



**Ejendomsmægler: Antal m<sup>2</sup> x lokal m<sup>2</sup>-pris = Salgspris på huset**



**Indtjening x Branchespecifik multipel = Enterprise Value**



**Multipler: Omsætning, EBITDA, EBIT, Årets Resultat, Aktiver m.fl.**

### Relativ Værdiansættelse

Relative værdiansættelser, ofte kendt som multipelanalyser, er en hyppigt refereret værdiansættelsestilgang og benyttes oftest som supplement til de kapitalbaserede værdiansættelsesmetoder.

Multiplen er resultatet af en brøk, baseret på finansielle data. Tælleren i brøken kan enten være Enterprise value eller equity value, afhængig af hvordan multiplen er defineret. Nævneren i brøken er finansielle nøgletal, ex. omsætning, EBITDA etc.

Multipelanalysen kan anvendes til værdiansættelse af et aktiv eller et helt selskab, baseret på hvordan direkte sammenlignelige aktiver eller selskaber er vurderet historisk. Denne historiske værdiansættelse kan enten komme fra tidligere transaktioner eller selskaber som er offentligt handlet på de finansielle markeder til dagsværdier.

En værdiansættelse baseret på multipler resulterer ofte i en gennemsnitlig højere værdi end andre værdiansættelses metoder. Dette skyldes, at de opgjorte multipler ofte indeholder de pågældende transaktioners realiserede eller forventede synergieffekter – hvilket forvrænger sammenligneligheden. Derudover bør der skelnes tydeligt mellem privatejede virksomheder og offentligt handlede virksomheder i sammenligningen af multipelgrundlag. Alene det faktum, at en investering/position i en offentligt handlet virksomhed (børsnoteret virksomhed) er en relativt likvid investering, bidrager til en højere prissætning af den børsnoterede virksomhed - og dermed en højere multipel.

Det er faktum, at en multipel altid er et efterrationaliseret resultat af en konkret handel der enten afspejler det effektive frie marked eller en dybere begrundet værdiansættelse. Det er derfor vigtigt, at være bevidst om, at ingen virksomheder er identiske og en multipelanalyse som grundlag for en værdiansættelse, bør anvendes meget varsomt.

A close-up photograph of a black calculator with blue function keys labeled 'M/C', 'CE/C', and '0'. To the right of the calculator are three stacks of coins: a tall stack of copper coins, a shorter stack of gold coins, and a stack of silver coins. The background is a plain, light-colored surface.

# Discounted Cash Flow

Target ApS.



## Forudsætninger og fastsættelse af WACC

WACC'en er udregnet på baggrund af kendt teori indenfor området, blandt andet Miller and Modiglianis.

Kapitalstrukturen er fundet ved en iterativ undersøgelse

- Egenkapitalsandelen: 65%
- Gældsandelen: 35%

Afkastkravet er udregnet på baggrund af følgende parametre:

Afkastkravet på fremmedkapitalen

- Den risikofrie rente: 0,29% (Gennemsnit seneste 12 mdr.)
- Selskabets nettorente: 4,2%
- Skatteprocent: 22,0%

Afkastkravet på egenkapitalen

- Den risikofrie rente: 0,29%
- Beta: 1,25
- Markedspremium: 6,25%
- Firm Size Premium: 9,53%
- Liquidity Risk: 5%

## Usikkerhed

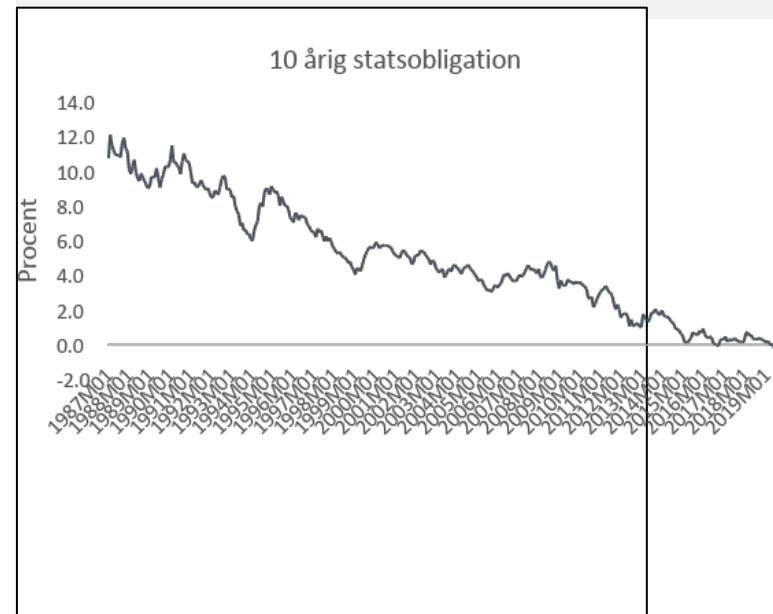
Visse fejlkilder kan have stor indflydelse på de fundne resultater. Dette er især, men ikke udelukkende følgende: Antagelser om nettorenten, antagelse af Beta, antagelser om vækst, antagelser om NOPAT-margin, samt budgettering af anlægsaktivernes og arbejdskapitalens omsætningshastighed.

Derudover har den risikofrie rente (10 årig statsobligation) stor betydning for værdien. Jo højere denne rente er, jo lavere er selskabets værdi da dette tilbagediskonteres med en højere faktor. Den risikofrie rente er som grafen til venstre antyder utrolig lav i forhold til tidligere perioder.

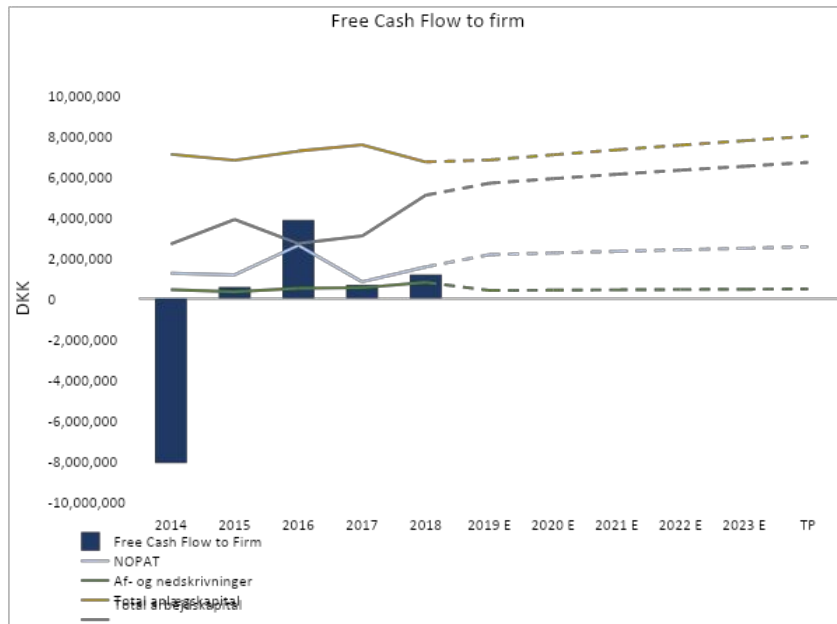
## Forudsætninger for budgettering:

- Værdiansættelsesdato: 31/12/2018
- Budgetperiode: 2019 – 2023
  
- Budgetteret Omsætning: 2019: 22.199.000 DKK  
2020: 23.078.942 DKK  
2021: 23.919.613 DKK  
2022: 24.714.054 DKK  
2023: 25.455.476 DKK
  
- NOPAT-margin<sup>1</sup>: 9,7%
- Aktivernes omsætningshastighed<sup>1</sup>: 3,44
- Årlig Af- og nedskrivning<sup>1</sup>: 6,1% pr. år
- Arbejdskapitalens oms.hastighed<sup>1</sup>: 3,91
- Nettorentebærende gæld (NIBD): 6.097.173 DKK (Pr. 31/12 2018)
- WACC: 15,65%

<sup>1</sup> Fastsat på baggrund af budgetforventninger



# Discounted Cash Flow analyse



		Værdiansættelse				
DKK		NOPAT-margin				
		5,7%	7,7%	9,7%	11,7%	13,7%
Tarmi nalvæ kst	1,0%	10.031.381	13.289.667	16.547.952	19.806.238	23.064.523
	2,0%	10.036.899	13.437.620	16.838.340	20.239.060	23.639.781
	3,0%	10.043.290	13.608.973	17.174.656	20.740.339	24.306.021
	4,0%	10.050.779	13.809.755	17.568.731	21.327.708	25.086.684
	5,0%	10.059.674	14.048.259	18.036.844	22.025.430	26.014.015
				Konservativt	Budgetteret	Optimistisk

## Discounted Cash Flow analyse (DCF metode)

Værdiansættelse er her foretaget ved metoden Discounted Cash Flow, hvor de frie pengestrømme til både långivere og ejere er tilbagediskonteret med den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC).

Beregningen er foretaget og skildret på baggrund af tre forskellige scenarier; Konservativt, Budgetteret og et Optimistisk. Variablerne er hhv. overskudsgraden beregnet på baggrund af NOPLAT-marginen samt terminalvækst. De tre scenarier er opridset i matrixen øverst til højre.

Resultatet af beregningen på selskabets realiserede og budgetterede tal, ved en WACC på 15,65%, overskudsgrad på 9,7% og en terminalvækst på 3%;

**Enterprise Value 17.174.656 DKK**

Ved at fratække den Nettorentebærende gæld (NIBD: 6.097.173 DKK) opgøres værdien af selskabets kapitalandele (egenkapitalen) til;

**Equity Value: 11.077.483 DKK**

## Følsomhedsanalyse Budget vs. Terminalvækst

Beregning af følsomhed på budgetmål, med udgangspunkt i det budgetterede driftsresultat 2019, holdt op imod terminalvæksten, fremgår af matricen til højre.

Her fremgår det, at en opjustering af budgetterne med 5% (Terminalvækst fastholdt på 3%), vil resultere i en **Enterprise Value på 17.989 t.dkk.**

Og en tilsvarende nedjustering af budgetterne med -5% (Terminalvækst fastholdt på 3%), vil resultere i en **Enterprise Value på 16.420 t.dkk.**

Følsomhed –Omsætningsvækst første budgetår / Terminalvækst						
DKK	Omsætningsvækst første budgetår					
	-5,7%	-0,7%	4,3%	9,3%	14,3%	
Termin svækst	1,0%	15.232.640	15.865.037	16.547.952	17.283.883	18.075.381
	2,0%	15.458.880	16.121.955	16.838.340	17.610.682	18.441.685
	3,0%	15.720.903	<b>16.419.508</b>	17.174.656	<b>17.989.167</b>	18.865.925
	4,0%	16.027.926	16.768.164	17.568.731	18.432.655	19.363.025
	5,0%	16.392.632	17.182.323	18.036.844	18.959.463	19.953.518
		Konservativt	Budgetteret	Optimistisk		

## Følsomhedsanalyse AOH vs. Terminalvækst

Beregning af følsomhed på ændringer i aktivernes omsætningshastighed.

En stigning i aktivernes omsætningshastighed på 0,5, vil resultere i en **Enterprise Value på 17.665 t.dkk.**

Et tilsvarende fald vil resultere i en **Enterprise Value på 16.517 t.dkk.**

Følsomhed - AOH / Terminalvækst						
DKK	Aktivernes Omsætningshastighed					
	2,44	2,94	3,44	3,94	4,44	
Termin svækst	1,0%	15.098.860	15.946.817	16.547.952	16.996.341	17.343.640
	2,0%	15.325.901	16.210.926	16.838.340	17.306.330	17.668.811
	3,0%	15.588.852	<b>16.516.807</b>	17.174.656	<b>17.665.347</b>	18.045.411
	4,0%	15.896.962	16.875.221	17.568.731	18.086.023	18.486.690
	5,0%	16.262.958	17.300.973	18.036.844	18.585.734	19.010.874
		Konservativt	Budgetteret	Optimistisk		

## Følsomhedsanalyse WACC vs. Terminalvækst

Beregning af følsomhed på ændringer i WACC givet den fastlagte kapitalstruktur.

En fald i det gennemsnitlige kapitalafkastkrav på 1% , vil resultere i en **Enterprise Value på 18.131 t.dkk.**

En tilsvarende stigning på 1% vil resultere i en **Enterprise Value på 16.313 t.dkk.**

Følsomhed – WACC i %-point / Terminalvækst						
DKK	Ændring i WACC (%-point)					
	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	
Termin svækst	1,0%	18.288.424	17.376.887	16.547.952	15.791.014	15.097.202
	2,0%	18.705.942	17.724.795	16.838.340	16.033.598	15.299.854
	3,0%	19.197.084	<b>18.130.718</b>	17.174.656	<b>16.312.669</b>	15.531.562
	4,0%	19.783.207	18.610.489	17.568.731	16.637.128	15.799.059
	5,0%	20.494.812	19.186.275	18.036.844	17.019.028	16.111.330
		Optimistisk	Budgetteret	Konservativt		

# Multipelanalyse

Target Aps.

Ciência e a Tecnologia, Conselho Directivo, à data de 27 de Junho de 2012.

## Multipelanalyse

Multipelanalysen er foretaget, som supplement og til understøttelse af den beregnede værdiansættelse.

Analysen er anlagt på følgende overordnede kriterier;

- Transaktioner gennemført indenfor de seneste 36 mdr. (søgning gennemført d. 13.5.2019).
- Transaktioner gennemført indenfor EU (28 lande).
- Transaktioner hvor target har branchenummer 25.990 - Manufacturer of other fabricated metal products n.e.c.
- Transaktioner med multipler oplyst på pre-deal niveau.
- Transaktioner hvor værdien af handlen ligger i spændet 1-10 mio. EUR.

Resultatet af analysen, er oplysninger på 115 sammenlignelige transaktioner.

	Multipel	Værdi i DKK:	
		2018	2016-2018
Omsætning	1,4	28.737.210	26.577.492
EBITDA	9,3	25.365.285	25.023.559
EBIT	14,2	27.718.741	29.816.559
<b>Total Aktiver</b>	<b>0,9</b>	<b>13.315.391</b>	<b>12.427.126</b>
Gennemsnitlig Enterprise Value		23.784.157	23.461.184

Værdiansættelse er her foretaget ved brug af markedsmultipler, hvor der vurderes ud fra ovennævnte kriterier på fire niveauer. Værdigrundlaget er i første kolonne beregnet på baggrund af resultaterne for 2018, i anden kolonne er værdien beregnet på baggrund af gennemsnitlige værdier for 2016 til 2018.

Multiplerne viser således en Enterprise Value mellem **23,5 mio. DKK** og **23,8 mio. DKK**.

Multipelanalysen viser således, at markedsværdierne for tilsvarende handler er generelt er over det niveau der beregnes ved DCF-analysen.

Ved at fratække den Nettorentebærende gæld: 6,1 mio DKK. får vi værdien af anparterne.

**Equity Value: 17,4 mio. DKK til 17,7 mio. DKK**



A close-up photograph of a person's hand holding a black pen, positioned over an open notebook. The person is wearing a dark suit jacket, a white dress shirt cuff, a black smartwatch, and a gold ring. The background is dark and out of focus.

# Konklusion

Target ApS.



## Konklusion

Nettoomsætningen har udviklet sig stabilt i analyseperioden, med et mindre udfald i 2017 og det forventes at omsætningen stiger 4% fra 2018 til 2019.

Resultatet af den primære drift (EBITDA) har ligget i intervallet 1,5 M.dkk. - 3,8 M.dkk. og forventes at lande på 3.2 M.dkk. i 2019. Det vil i så fald være en stabil positiv udvikling i perioden 2017 - 2019.

Selskabets ROE har i analyseperioden ligget ml. 17,4 og 46,6% (prognosticeret 26,7% i 2019). Afkastgraden ml. 7,3 og 24% (estimeret 12,5% i 2019) og endeligt er selskabets soliditet steget betragteligt i perioden og har varieret ml. 27% og 39% (estimeret 37,6% i 2019).

I en evaluering af selskabets kapitalstruktur og isolerede performance, findes der ingen anledning til forbehold i relation til den videre værdiansættelse. Det bemærkes særligt, at selskabet til trods for udlodninger til aktionærer i perioden på 5 M.dkk., formår at øge soliditeten, hvilket tolkes som en ubetinget positiv understøttelse af selskabets værdi for aktionærer og attraction hos potentielle købere.

På baggrund af brancheanalyse af overordnede brancher, udvalgt på baggrund af relevans, samt Targets registrering i branchekode 22.29.00, tegner et ensartet billede, hvor konklusionerne ifbm. evaluering af selskabets performance, bekræftes i en branchesammenhæng. Vi ser, at selskabet befinder sig iblandt de bedst-performende virksomheder i sammenligning med den primære og sekundære branche.

En Peer-group analyse understøtter konklusionerne fra brancheanalysen, hvor vi ser, at selskabet træder i karakter på størrelse, indtjening/medarbejder og performancestabilitet i hele referenceperioden.

Værdiansættelsen foretaget efter Discounted cashflow-metoden, resulterer i en Enterprise Value på 17.174.656 dkk.

Ved følsomhedsanalyse på selskabets forventede vækst og AOH ender vi i et interval på 16,4 - 17,9 M.dkk. (Enterprise Value)

Multipelanalysen understøtter vor beregnede resultat. På baggrund af 115 sammenlignelige oplyste transaktioner, konstaterer vi, at der handles til en gennemsnitlig EBITDA multipel på x9,3 (Pre-Deal modelled multipel).

**Konkluderende på værdiansættelsen af selskabet Target ApS. pr. 31.12.2018, vurderes det, at selskabets handelsværdi er 17 millioner dkk. (Enterprise Value)**