

Business Valuation Inside 01/2007*

Velkommen til vårt første business valuation newsletter. PwC Financial Advisory Services (FAS) utgir tre business valuation newsletters hvert år. I hver utgave belyses aktuelle problemstillinger knyttet til verdivurderinger og verdivurderingsteknikk/-metode. Vi vil dessuten offentliggjøre oppdatert markedsinformasjon for utvalgte bransjer.

Denne utgaven kommenterer bruksverdiberegning ved nedskrivningstest i henhold til IAS 36. I tillegg belyses noen problemstillinger knyttet til prising av selskaper ved bruk av markedsmultipler.



Bruksverdiberegning i henhold til IAS 36: Før eller etter skatt?

I henhold til IAS 36.50 - .51 og .55 skal både fremtidig kontantstrøm og diskonteringsrenten uttrykkes før skatt ved beregning av bruksverdi. Dette gir feil i beregningen som kan gi feil konklusjon.

Utfordringer

Det er i realiteten ikke mulig å utlede en "riktig" markedsbasert før-skatt diskonteringsrenten, hvilket kreves av IAS 36.56.

Tilnærminger i form av å oppjustere etter-skatt diskonteringsrenten med nominell skattesats eller anslått effektiv skattesats er unøyaktig og gir mer eller mindre feil resultat i beregningen i de fleste praktiske situasjoner. Hvor stor feilen blir, avhenger av antall år og vekst i kontantstrømsprognosen, samt forskjellen mellom "riktig" effektiv skattesats og nominell skattesats.

På den annen side, dersom man i situasjoner med nedskrivningsbehov gjennomfører en etter skatt bruksverdiberegning, oppstår en potensiell konflikt med IAS 12 (skatt). En etter skatt beregning vil som en del av beregnet bruksverdi ha innregnet nåverdien av den utsatte skattefordel som oppstår gjennom nedskrivningsbehovet. I henhold til IAS 12 skal imidlertid utsatt skattefordel føres til nominell verdi i balansen og ikke som en nåverdi. Korrekt fremgangsmåte blir derfor å beregne bruksverdien eksklusiv verdien av utsatt skattefordel som oppstår. Deretter kan utsatt skattefordel beregnes korrekt i henhold til IAS 12.

IASC beskriver i sitt resonnement i BCZ84 at for å unngå en iterativ og mulig komplisert beregning, samt for å eliminere potensiell fare for at utsatt skatt regnes inn to ganger (både som en del av beregnet bruksverdi og deretter på basis av beregnet nedskrivningsbehov), konkluderte man med at bruksverdiberegningen skal benytte før skatt kontantstrøm og diskonteringsrente.

Vi anbefaler at følgende retningslinjer følges

Dersom det åpenbart ikke er nedskrivningsbehov: Gjør bruksverdiberegningen på basis av etter skatt kontantstrøm og etter skatt avkastningskrav. For notespesifikasjon anslås før skatt avkastningskrav lik etter skatt kravet oppjustert med nominell skattesats (divider med $1 - \text{nominell skattesats}$).

Dersom det kan være nedskrivningsbehov: IASC gir en beskrivelse av korrekt fremgangsmåte i eksempel til BCZ85, og vi anbefaler at denne fremgangsmåten følges. Dette innebærer en iterativ beregning for å få korrekt bruksverdi eksklusiv utsatt skattefordel, basert på etter skatt kontantstrøm og avkastningskrav. Deretter kan korrekt før skatt avkastningskrav beregnes basert på før skatt kontantstrøm og den beregnede bruksverdi (goal-seek). Dette kan være noe komplisert, og vi anbefaler å rådføre seg med spisskompetanse.

Markedsmultipler

Nedenfor gis en kort beskrivelse av markedsmetoden, som går ut på å benytte nøkkeltall fra noterte selskaper og oppkjøpstransaksjoner i verdivurderingen. Spesielt belyses noen av de utfordringene man kan støte på ved bruk av denne fremgangsmåten.

Ved å se på nøkkeltall for sammenliknbare selskaper vil man kunne få en oppfatning om hvorledes en virksomhet vil prises i markedet. Det finnes gode databaser som gir tilgang til denne type nøkkelinformasjon, f.eks. Bloomberg.

Mest anvendte multipler

Multipler som fokuserer utelukkende på den operative drift benyttes ofte:

- EV/EBIT
- EV/EB ITDA
- EV/omsetning

Felles for disse multiplene er at man finner selskapets entrepriserverdi ("EV") ved å multiplisere multiplene med det aktuelle nøkkeltallet for selskapet man analyserer. For eksempel, hvis man finner at EV for liknende selskaper er priset lik 8 ganger estimert EBIT (driftsresultat) for 2007, så kan det indikere at objektet skal prises på samme nivå, dvs. $EV = 8 * EBIT$.

Entrepriserverdien er verdien av alle operasjonelle aktiviteter inkl. eiendeler, rettigheter etc. som er innsatsfaktorer i selskapets drift – også omtalt som sysselsatt kapital. Når EV er estimert, kan egenkapitalverdien estimeres ved å justere for eiendeler og forpliktelser, både i og utenfor balansen, som ikke er reflektert i selskapets driftsresultat – dvs. rentebærende gjeld, kontanter og finansielle eiendeler osv.

Andre anvendte multipler

- P/E (Price/Earnings):
Denne multiplene viser forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og resultat etter skatt. Ved bruk av dette nøkkeltallet fremkommer et estimat for egenkapitalen direkte.
- P/Book (Price/Book):
Viser forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og bokført verdi. Dette nøkkeltallet har mest relevans for typiske substansselskaper (eiendom, shipping, og lignende)

Noen problemstillinger:

EBITDA vs. EBIT

I en del bransjer benyttes EBITDA (driftsresultat før avskrivninger) for sammenlikninger og som et sentralt verdimål. EBITDA er en god indikator for kontantstrøm fra drift, men sammenlikninger må gjøres med ekstra varsomhet. Det er ikke vanskelig å tenke seg temmelig identiske selskaper hvor en sammenlikning vil kunne gi feil resultat.

Eks. to selskaper innenfor samme industri, men den ene (A) har en noe større andel kapitalintensiv produksjonsvirksomhet enn B.

Ettersom A har en større kapitalbase som skal betjenes, har EBITDA fra B høyere verdi fordi det er en høyere andel som kan tilflyte aksjonærene. Følgelig skal B prises høyere på EV/EBITDA enn A. Hvis man for eksempel priser B basert på A's EV/EBITDA, vil dette gi en systematisk underprising.

I nevnte eksempel kan EBIT marginen og EV/EBIT være sammenliknbar.

EV vs. Pris (markedsverdi av EK)

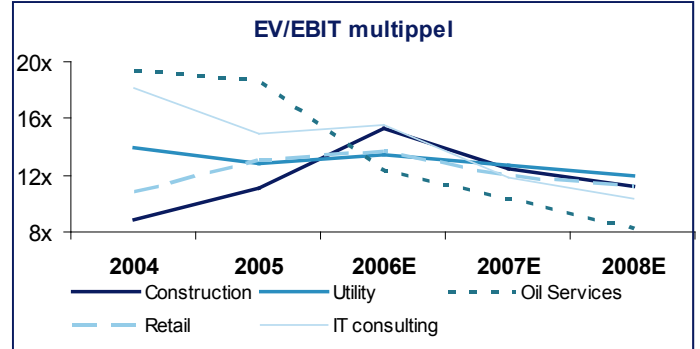
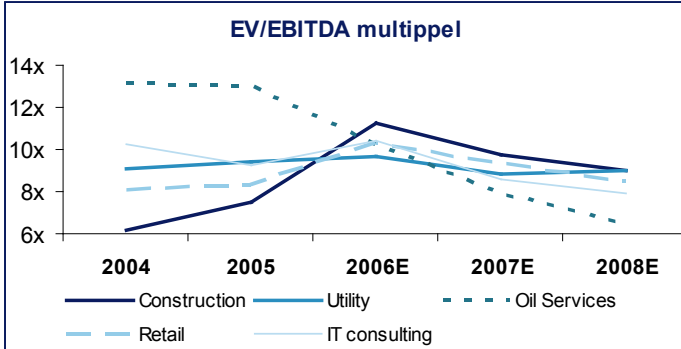
EV uttrykker verdien av den rene operasjonelle virksomheten, dvs. det er ikke tatt hensyn til selskapets gjeld, kontantbeholdning og andre ikke-operasjonelle forhold. De fleste aktører foretrekker i dag å gjøre basis verdivurdering på EV nivå, for deretter å korrigere for gjeld og lignende "krone for krone" for å komme frem til en egenkapitalverdi. Dette gjør ofte verdivurderingen enklere fordi man slipper å ta stilling til fremtidig gjeldsbetjening og utbytte (dette vil være nødvendig for å estimere fremtidige finansinntekter og –kostnader).

Det er dessuten nærliggende å anta at verdien av den rene operasjonelle virksomhet med tilhørende eiendeler ikke skal påvirkes av den aktuelle finansieringen. Dersom finansieringen ikke er optimal, så vil rasjonelle aktører forsøke å tilpasse finansieringen – følgelig vil det være noe ulogisk å legge til grunn at dagens finansieringsstruktur vil beholdes.

Det presenteres av og til nøkkeltall som er mindre logiske konstruksjoner, fordi teller og nevner rett og slett ikke er sammenstillbare, f.eks P/EBIT. EBIT skal betjene både gjeld og egenkapital, så å måle denne utelukkende mot egenkapitalen gir ingen mening.

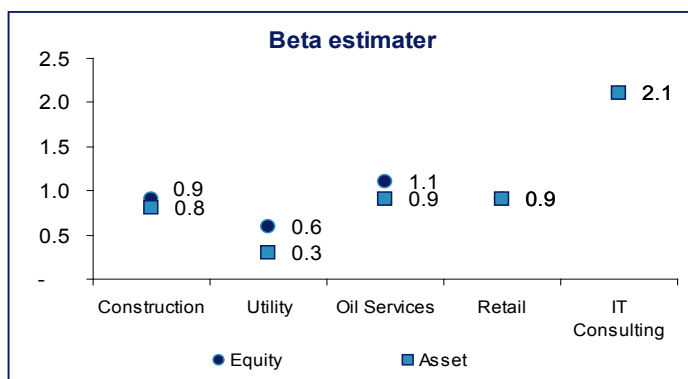
Markedsmultipler

Denne siden gir en oversikt over nøkkeltall og multipler for børsnoterte selskap innen bransjene construction, utility, oil-service, retail og IT consulting. Her presenteres historisk og forventet prismultipl, marginbilde og vekst. Dette kan være med å danne et bilde av hvordan selskaper innen en bestemt bransje prises og hvilken vekst som forventes. Multiplene reflekterer omsetning av likvide aksjer og stort sett minoritetsposter i større selskaper. Avhengig av verdsettelsesobjekt og -situasjon kan det derfor være relevant å justere for likviditet, aksjepostens størrelse samt selskapets størrelse.



Vi har i denne oversikten valgt å fokusere på fem bransjer hvor vi har en god kjennskap til markedet og aktørene. Det er med hensikt gjort svært grove inndelinger i bransje, hver gruppe består av 12-20 enkelt-selskaper. Ved en grundig analyse av ett enkelt selskap vil det være svært viktig å bygge opp en langt strengere definert gruppe av sammenliknbare selskap før man vurderer verdi.

Bransje	EBITDA margin					EBIT margin					Omsetningsvekst			
	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2004	2005	2006E	2007E	2008E	2005	2006E	2007E	2008E
Construction	4 %	5 %	5 %	5 %	5 %	3 %	4 %	4 %	4 %	4 %	10 %	18 %	10 %	6 %
Utility	28 %	26 %	29 %	31 %	28 %	18 %	16 %	16 %	17 %	18 %	22 %	10 %	4 %	4 %
Oil Services	9 %	13 %	6 %	18 %	19 %	7 %	10 %	14 %	14 %	16 %	20 %	29 %	16 %	13 %
Retail	11 %	12 %	15 %	15 %	15 %	9 %	7 %	12 %	11 %	12 %	8 %	14 %	7 %	8 %
IT Consulting	12 %	12 %	12 %	12 %	13 %	6 %	8 %	7 %	8 %	9 %	12 %	10 %	11 %	7 %



Definisjoner og forklaringer

- EBIT = driftsresultat
- EBITDA = driftsresultat før avskrivninger
- EV = entreprisverdi, verdi av egenkapital pluss netto rentebærende gjeld
- Referanseindeks for beregning av Beta er MSCI All Country World Index
- Asset beta (total kapitalbeta) er basert på 5 års gjennomsnittlig gjeldsgrad
- Multipler for 04 og 05 er basert på EV 31.12.04 og 31.12.05, mens 06, 07 og 08 multipler er basert på EV medio februar
- Risikopremie er basert på kapitalverdimodellen (CAPM), og er risikopremien over risikofri rente (giring ved 5 års gj.snitt)
- Bransjegruppene inkluderer selskaper hovedsakelig i Europa og enkelte i USA
- Bransjegruppene inneholder følgende antall selskap:
 - Construction: 20
 - Utility: 15
 - Oil Services: 15
 - Retail: 12
 - IT Consulting: 15

Bransje	Gjeldsgrad		Risikopremie	
	5 års gj.snitt	Nåværende	Ved giring	Uten giring
Construction	11 %	11 %	4.1 %	3.6 %
Utility	80 %	51 %	2.7 %	1.4 %
Oil Services	9 %	0 %	5.0 %	4.1 %
Retail	0 %	5 %	4.1 %	4.1 %
IT Consulting	0 %	0 %	9.5 %	9.5 %

Kilde: Bloomberg

Om PwC Financial Advisory Services (FAS)

PricewaterhouseCoopers FAS bistår ved kjøp, salg og verdivurdering av virksomheter og driver rådgivning innenfor finansieringsstrategi, aksjonær-forhold og kapitalspørsmål. Vi er tilknyttet PwC's nettverk av finansielle rådgivere som dekker mer enn 140 land og alle kontinenter. Våre rådgivere har erfaring fra alle bransjer og markeder. I Europa har vi et sentralt kompetansesenter for verdivurderinger, samt erfarne verdivurderingsekspertter i de fleste land, til sammen ca. 1500 personer.

For spørsmål om verdivurderinger, ta gjerne kontakt med:

Baste Matre, Partner,
tlf.: 95 26 01 44
e-post: baste.matre@no.pwc.com

Per Ivar Bøe, Senior Manager,
tlf.: 95 26 01 50
e-post: per.ivar.boe@no.pwc.com

PricewaterhouseCoopers er verdens største nettverk av revisorer, advokater og rådgivere, og leverer et bredt spekter av profesjonelle tjenester gjennom 142 000 medarbeidere i 149 land. Dette drar vi stor nytte av ved våre kontorer i Norge. Med over 1000 ansatte og 18 kontorer, er vi i dag en av landets ledende leverandører av tjenester innen revisjon og rådgivning.

Tjenestene fra PricewaterhouseCoopers AS i Norge omfatter revisjon og relatert rådgivning, herunder bistand innen verifikasjon, styring og omstillingsprosesser, i tillegg til transaksjonsstøtte og finansiell rådgivning. Skatte- og avgiftsrådgivning, selskapsrett og transaksjonsstøtte leveres av Advokatfirmaet PricewaterhouseCoopers AS.

Se for øvrig www.pwc.no



Dette dokumentet inneholder opphavsbeskyttet informasjon om PricewaterhouseCoopers' metodikk, verktøy, og erfaringer. Dokumentet eller innholdet i dette skal ikke kopieres, scannes, el.l. uten at det på forhånd er innhentet skriftlig samtykke fra PricewaterhouseCoopers.

© 2007 PricewaterhouseCoopers. PricewaterhouseCoopers-navnet refererer til individuelle medlemsfirmaer tilknyttet den verdensomspennende PricewaterhouseCoopers-organisasjonen. *connectedthinking er et registrert varemerke for PricewaterhouseCoopers.