

# Business Valuation Inside 02/2007\*

Business Valuation Inside belyser aktuelle problemstillinger knyttet til verdivurderinger og verddivurderingsmetodikk. I tillegg presenteres oppdatert markedsinformasjon for utvalgte bransjer. Denne utgaven tar for seg (1) balanseføring av oppkjøp/fusjoner i henhold til IFRS 3 samt (2) rapportering av nedskrivningstesting av goodwill i henhold til IAS 36. Resultatene er basert på en empirisk undersøkelse som (PricewaterhouseCoopersPwC) har gjennomført blant et utvalg børsnoterte selskaper i Europa.



## 1) Hvordan balanseføres oppkjøp/fusjoner av Europas største selskaper ?

### Bakgrunn

Fra og med 2005 må alle børsnoterte virksomheter i EU/EØS avlegge konsernregnskapet i tråd med de internasjonale regnskapstandardene IFRS (International Financial Reporting Standard). Ett av de mest utfordrende områdene er rapportering av fusjoner og oppkjøp som reguleres av IFRS 3.

Formålet med IFRS 3 er å få en mer ensartet regnskapsmessig behandling av fusjoner og oppkjøp, samt en mer presis beskrivelse av hva det faktisk betales for. Hovedhensikten er å heve detaljeringsnivå og kvalitet på informasjon fra selskapene til analytikere og investorer.

Et vesentlig krav i IFRS 3 er at samtlige eiendeler og forpliktelser, både materielle og immaterielle, som faktisk ble ervervet skal identifiseres (etter visse kriterier) og verdivurderes til virkelig verdi. Residualen (kjøpspris minus nettoverdien av eiendeler og gjeld) skal oppføres som goodwill.

### PwCs studie

Målsettingen med PwCs undersøkelse har vært å kartlegge hvordan større europeiske selskaper har anvendt IFRS 3 ved balanseføringen av oppkjøp og fusjoner gjennomført i 2005. Undersøkelsen ser spesielt på immaterielle eiendeler og goodwill.

Utvalget består av ca. 350 selskaper som er notert på 17 ulike europeiske børser. Samtlige selskaper inngår i lokale børsindekser, dvs. de er blant de største og mest omsatte selskapene. Felles for selskapene i utvalget er at samtlige var involvert i fusjoner eller oppkjøp i løpet av 2005. Utvalget gjennomførte til sammen ca. 780 transaksjoner i løpet av 2005.

### Sentrale funn

Kjøpsprisen er opplyst for 85 % av transaksjonene.

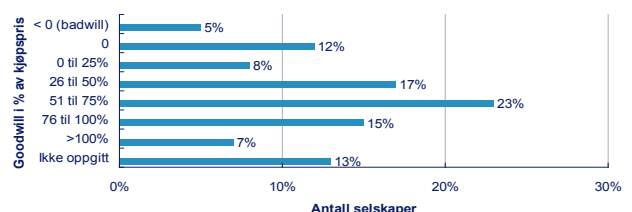
For 27 % av transaksjonene er det ikke gitt opplysninger om hvilke eiendeler og forpliktelser som faktisk ble ervervet. Dette kan selvsagt skyldes at oppkjøpet er gjort sent på året og at man har 12 måneders frist på å vise allokeringen. Antall identifiserte klasser av immaterielle eiendeler ligger i området 1–5.

Ved mer enn halvparten av transaksjonene er minst 50% av kjøpsprisen allokert til goodwill. I 7% er det allokert mer til goodwill enn kjøpsprisen. Dette kan for eksempel skyldes at en eiendel er vurdert til under bokført verdi.

I 5 % av transaksjonene er det rapportert negativ goodwill, dvs. at nettoverdien av eiendeler og forpliktelser er vurdert høyere enn kjøpsprisen. Med andre ord mener man å ha kjøpt virksomheten billig, under markedspris.

For ca. 40 % av transaksjonene er det gitt en beskrivelse av faktorer som kan forklare størrelsen på goodwill. Disse forklaringene betegnes i stor grad som vage beskrivelser av forventninger til synergier og vekst.

Fordeling av goodwill i % av kjøpspris



## 2) Hvordan rapporterer Europas største bedrifter nedskrivningstesting av goodwill?

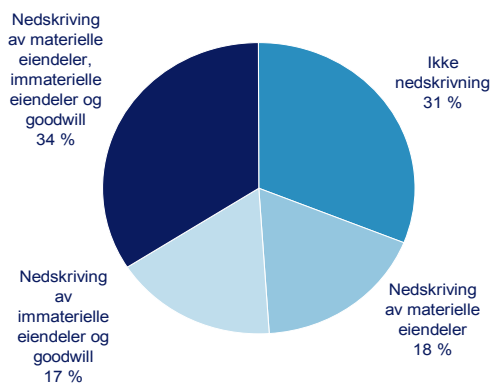
Goodwill er ikke avskrivbar etter IFRS. I stedet skal bokført verdi av goodwill testes for nedskrivingsbehov minst en gang i året. Nedenfor følger en oppsummering av hovedfunnene i PwCs undersøkelse av hvordan de største europeiske selskapene rapporterer nedskrivningstesting i årsrapportene for 2005.

### Bokførte nedskrivninger i 2005

PwC har undersøkt hvordan ca. 350 av de største europeiske selskapene rapporterte nedskrivninger i 2005, inklusiv de underliggende forutsetninger som er benyttet i beregningene.

En stor andel av selskapene presenterer alle opplysninger som IFRS pålegger ved bruksverdberegninger av kontantgenererende enheter med signifikant goodwill. Imidlertid er det enkelte bedrifter som kun delvis oppfyller opplysningskravene og noen få gir ikke opplysninger i det hele tatt.

Diagrammet nedenfor viser andelen som rapporterte nedskrivninger, fordelt på eiendelsklasser.



69 % av selskapene i utvalget rapporterte nedskrivning på materielle eiendeler, immaterielle eiendeler eller goodwill i 2005. 32 % av selskapene gjorde nedskrivninger på goodwill.

Ca. 10 % av selskapene hadde goodwill høyere enn bokført egenkapital, og i gjennomsnitt utgjør goodwill 40 % av egenkapitalen. Dette impliserer at mange av selskapene har en risiko for at de må nedskrive til dels betydelig goodwill i fremtiden.

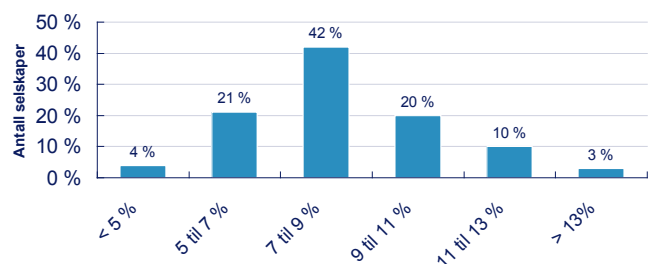
### De underliggende forutsetningene i bruksverdberegningene varierer stort

IAS 36 (nedskrivningsstandard) definerer gjenvinnbart beløp som det høyeste av virkelig verdi og bruksverdi. De fleste selskapene velger å beregne bruksverdien ved nedskrivningstesten. Bruksverdien beregnes lik nåverdien av fremtidig inntjening (kontantstrøm).

Bruksverdberegningen skal legge til grunn selskapets egen bruk av eiendelen, det vil si at vurderingen skal beregne verdien av den helt subjektive fordelingen det enkelte selskap har ved å bruke eiendelen.

Det er stor variasjon i de underliggende forutsetningene som er anvendt i bruksverdberegningene. Blant annet er det stor spredning i anvendt diskonteringsrente. Diagrammet nedenfor viser at 62 % av selskapene benyttet en diskonteringsrente i området 7–11 %, og 67 % benyttet en diskonteringsrente som var 9 % eller lavere. Ettersom dette er en før skatt størrelse, kan nivået synes noe lavt.

### Avkastningskrav ved impairment testing



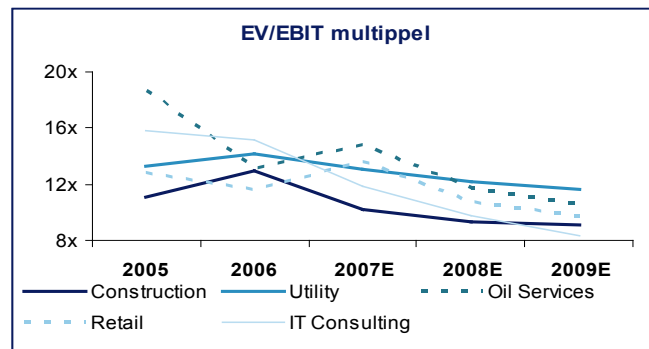
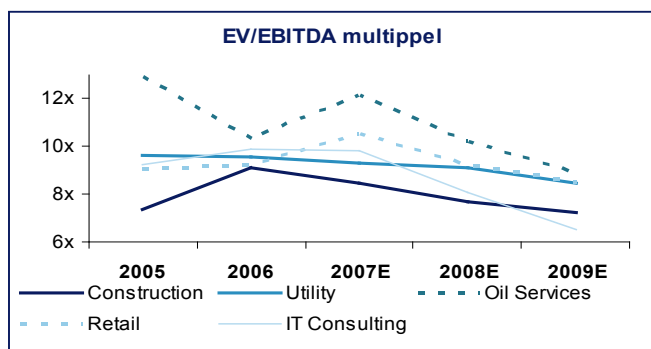
Ca. halvparten av selskapene benytter en prognoseperiode på fem år. For øvrig varierer dette stort sett i området 1–10 år. Ca. 2 % benytter mer enn 10 år.

Det er store variasjoner i forutsetninger om vekst (nominell) etter prognoseperioden, hvilket har betydelig innvirkning på beregningen av terminalverdien (nåverdien av alle år etter prognoseperioden). 53 % benytter en vekstforutsetning i området 1–3 %. 19 % benytter 1 % eller lavere, mens 25 % benytter 3–7 %, og 3 % benytter høyere enn 7 %.

Langsiktige inflasjonsforventninger i Europa ligger stort sett i området 2–2,5 %. Vekstforutsetningene beskrevet ovenfor må sees i sammenheng med dette.

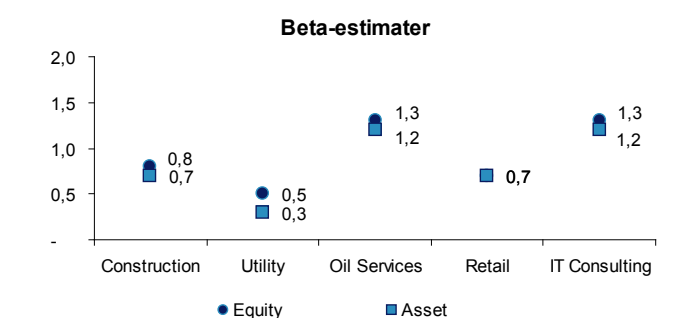
# Markedsmultipler - Det generelle bildet viser forventning om fallende omsetningsvekst og bedre marginer

Nedenfor gis en oversikt over nøkkeltall og multipler for børsnoterte selskaper innenfor bransjene construction, utilities, oilservices, retail- og IT-consulting. Det presenteres prismultipler basert på både historisk og forventet fremtidig inntjening, marginbilde og vekst. Dette kan bidra til å danne seg et bilde av hvordan selskaper innen en bestemt bransje prises og hvilken vekst som forventes. Multiplene reflekterer i hovedsak omsetning av likvide aksjer og minoritetsposter i børsnoterte selskaper. Avhengig av verdsettelsesobjekt og -situasjon kan det derfor være relevant å justere for likviditet, aksjepostens størrelse og selskapets størrelse.



Vi har valgt å fokusere på fem bransjer hvor vi har god kjennskap til markedet og aktørene. Det er med hensikt gjort svært grove inndelinger i bransje, hver gruppe består av 14-19 enkelt-selskaper. Ved analyse av ett bestemt selskap kan det være relevant å bygge opp en smalere definert gruppe av sammenliknbare selskaper.

Bransje	EBITDA margin					EBIT margin					Omsetningsvekst			
	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2006	2007E	2008E	2009E
Construction	5%	5%	6%	6%	6%	4%	4%	4%	5%	5%	18%	13%	7%	5%
Utility	25%	25%	26%	27%	28%	16%	17%	17%	17%	20%	15%	4%	6%	5%
Oil Services	13%	16%	18%	19%	20%	9%	13%	15%	16%	17%	32%	19%	14%	10%
Retail	12%	14%	12%	14%	14%	8%	12%	10%	11%	12%	12%	12%	8%	7%
IT Consulting	12%	12%	12%	13%	14%	8%	8%	8%	8%	9%	11%	12%	8%	6%



## Definisjoner og forklaringer

- EBIT = driftsresultat, EBITDA = driftsresultat før avskrivninger
- EV = entreprisverdi, pr. definisjon lik verdi av egenkapital pluss netto rentebærende gjeld
- Referanseindeks for beregning av b er MSCI All Country World Index
- Asset beta (total kapitalbeta) er basert på fem års gjennomsnittlig gjeldsgrad. Effekt av gjeld er eliminert ved hjelp av Harris & Pringle
- Multipler for 2005 og 2006 er basert på EV 31.12.05 og 31.12.06, mens 2007, 2008 og 2009 multipler er basert på EV ultimo sept. 2007
- Egenkapitalens risikopremie er estimert ved hjelp av kapitalverdimodellen, uttrykker markedets antatte krav til avkastning på egenkapitalen over risikofri rente (ved hhv. ingen og nåværende gjeldsgrad). I snitt antas premien lik 4,5% ved nåværende gjeldsgrad
- Bransjegruppene inkluderer selskaper hovedsakelig i Europa og enkelte i USA

Antall selskaper i bransjegruppene er følgende:

- Construction: 19
- Utility: 15
- Oil Services: 14
- Retail: 14
- IT Consulting: 15

Bransje	Gjeldsgrad		Risikopremie	
	5 års gj.snitt	Nåværende	Ved giring	Uten giring
Construction	24%	31%	3.6%	3.2%
Utility	61%	51%	2.7%	1.4%
Oil Services	9%	1%	5.9%	5.4%
Retail	11%	9%	3.2%	3.2%
IT Consulting	5%	10%	5.9%	5.4%

Kilde: Bloomberg

# Om PwC Financial Advisory Services (FAS)

PricewaterhouseCoopers Financial Advisory Services ("FAS") bistår ved kjøp, salg og verdivurdering av virksomheter og driver rådgivning innenfor finansieringsstrategi, aksjonærforhold og kapitalspørsmål. Vi er tilknyttet PwCs 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 verdivurderingsekspertes 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 146 000 medarbeidere i 150 land. Dette drar vi stor nytte av ved våre kontorer i Norge. Med over 1100 ansatte ved 31 kontorer og filialer, 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, styrings- 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](http://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.