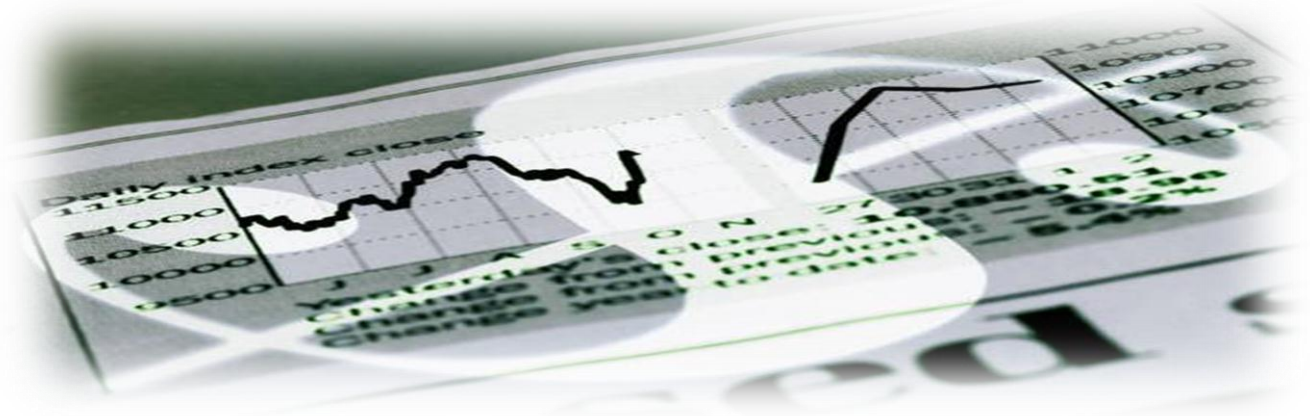




COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL 2013



Værdiskabelse i kapitalfondes danske porteføljeselskaber

Kandidatafhandling

Cand.Merc. i Finansiering og Regnskab (FIR)

04-10-2013

Vejleder: Robert Neumann

Antal anslag: 179.521 ~ 79 normalsider

Af: Hans Calov Jørgensen

English abstract

In modern times, private equity firms have had an increasing influence on the M&A market in Denmark. Acquisitions of companies which are undergoing generational changes or restructuring have been the main target of the PE firms. Through active ownership and flexible capital structure the PE firms want to develop and improve the efficiency of the companies and afterwards sell them with economic profit. This thesis analyzes the ability of the PE firms to generate economic value through EVA and multiples.

The analysis of the thesis concludes that the PE firms are able to generate an average EVA of -3,6 to 6,5 mill. dkr. in 2008-2011. In 2009 and 2010 the EVA were at a negative and very low level due to the impact of the financial crisis. However, in 2011 EVA increases to 4,8 mill. dkr. which indicates, that the PE-firms are returning to profitable conditions. These results are mainly driven by lower WACC but also influenced by the profitability in different industries.

Furthermore, the thesis includes an analysis of multiples in 2011. With an average EV/EBITDA of 10,4, an average market-to-book ratio of 3,6 and an average P/E of 20,3, the portfolio companies are traded at higher multiples than comparable listed companies. These multiples have been driven by better EBITDA as the average estimated transaction multiple has decreased.

Including a sensitivity analysis in which changes of WACC and ROIC are made and where EV/EBIT is used, no significant circumstances which would change the main conclusions were found. Therefore, the analysis has showed that PE-firms definitely have been able to generate economic value in the portfolio companies and to its investors.

Nevertheless, a lot of critics have criticized the way PE firms operate including their contribution to society and sharing of information. As a result, PE firms have tried to be more transparent to the public by publishing yearly material and CG policies, but still the industry is threatened by possible restrictive jurisdiction. Also the Danish market for corporate control is influenced by a lot of takeover defenses which limit the M&A opportunities of the PE firms.

These issues can influence investors' decisions regarding acquisitions of Danish companies in the future. Not being able to attract investors would be a big issue in the Danish business sector regarding growth and employment. Because one thing is certain, PE firms are able to develop and improve efficiency in companies which aren't managed optimal, and therefore the business sector needs them as a part of the developing economic life.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1 – Opgavens indhold og struktur

1.1 Indledning	side 6
1.2 Problemstilling	side 6
1.3 Problemformulering	side 8
1.4 Synsvinkel	side 9
1.5 Afgræsning	side 9
1.6 Metode og teori	side 10
1.6.1 Kildekritik	side 12
1.6.2 Videnskabsteori	side 12
1.7 Struktur	side 13

Kapitel 2 – Kapitalfonde

2.1 Indledning	side 14
2.2 Kapitalfondenes historie	side 15
2.3 Kapitalfondenes opbygning	side 17
2.3.1 Investorerne	side 18
2.3.2 Kapitalfonden	side 20
2.3.3 Managementselskabet	side 21
2.3.1 Porteføljeselskaberne	side 22
2.4 Kapitalstruktur	side 23
2.5 Opkøbsstrategier	side 26
2.5.1 Omstruktureringer	side 29
2.5.2 Frasalg	side 30
2.5.3 Branchekonsolideringer	side 31
2.6 Corporate Governance	side 31
2.7 Delkonklusion	side 34

Kapitel 3 – Økonomisk værdiskabelse

3.1 Indledning	side 35
3.2 Værdiskabelse gennem EVA	side 35
3.2.1 Fordele og ulemper ved EVA	side 37
3.2.2 Fremgangsmåde og data i EVA-analyse	side 38

3.2.2.1 EBITDA, EBIT og NOPAT	side 41
3.2.2.2 ROIC og investeret kapital	side 42
3.2.2.3 WACC	side 46
3.2.2.3.1 Fremmekapitalens afkastkrav	side 47
3.2.2.3.2 Egenkapitalens afkastkrav	side 48
3.2.2.3.2.1 Risikofri rente	side 50
3.2.2.3.2.2 Markedets risikopræmie	side 50
3.2.2.3.2.3 Estimering af β	side 50
3.2.3 EVA-analyse	side 53
3.2.4 Dekomponering af EVA	side 57
3.3 Værdiskabelse gennem multipler	side 59
3.3.1 Fordele og ulemper ved multipler	side 60
3.3.2 Fremgangsmåde og data i multipelanalyse	side 61
3.3.2.1 Estimat af EV/EBITDA	side 62
3.3.2.2 Børsnoterede selskaber	side 64
3.3.3 Multipelanalyse	side 64
3.3.4 Dekomponering af multipler	side 67
3.4 Følsomhedsanalyse	side 69
3.5 Diskussion af analyseresultater	side 71
3.6 Delkonklusion	side 73

Kapitel 4 – Samspillet med det danske erhvervsliv

4.1 Indledning	side 74
4.2 Markedet for virksomhedskontrol	side 74
4.3 Kritik af kapitalfonde	side 77
4.4 Samspillet med det danske erhvervsliv	side 79
4.5 Fremtidsmuligheder	side 82
4.6 Delkonklusion	side 84

Kapitel 5 – Konklusion

5.1 Konklusion	side 85
Forkortelser	side 87
Litteraturliste og kildehenvisninger	side 88

Bilag

Bilag A: Kapitalfonde i analyse	side 90
Bilag B: Eksempler på investorfordeling	side 91
Bilag C: Porteføljeselskaber i analyse	side 92
Bilag D: Datagrundlag til EVA-analyse for 2008	side 95
Bilag E: Datagrundlag til EVA-analyse for 2009	side 97
Bilag F: Datagrundlag til EVA-analyse for 2010	side 99
Bilag G: Datagrundlag til EVA-analyse for 2011	side 102
Bilag H: R_f , R_m og R_d	side 105
Bilag I: Børsnoterede selskaber	side 108
Bilag J: Estimat af β -værdier	side 112
Bilag K: Kontrol af estimerede β -værdier	side 115
Bilag L: Grafer til EVA-analyse	side 118
Bilag M: Porteføljeselskabers multipler i 2011	side 119
Bilag N: Børsnoterede selskabers multipler i 2011	side 122
Bilag O: Multipel-grids	side 126

Kapitel 1: Opgavens indhold og struktur

1.1 Indledning

Kapitalfonde har i de senere år fået større betydning for det danske erhvervsliv i forhold til virksomhedstransaktioner, forretningsudvikling og aktivt ejerskab. Opkøb af primært små og mellemstore virksomheder, som eksempelvis står overfor et generationsskifte eller omstruktureringer, er kapitalfondenes fokus, da de her har mulighed for at gå ind med kompetente personer og et professionelt netværk til at videreudvikle selskaberne med henblik på en senere børsnotering eller videresalg. Hvis disse selskaber er noteret på børsen, så er det kapitalfondenes plan hurtigt at afnotere dem, for så derefter at udvikle deres forretning med samme exit-formål.

Selvom kapitalfondene og deres opkøb er meget forskellige, så følger deres overordnede strategier, governance struktur og finansielle tilgang de samme principper.¹ Disse forhold er nogle af de vigtigste redskaber i kapitalfondenes forsøg på at frembringe værdi i de opkøbte selskaber. Er denne værdi ikke positiv, vil der ikke genereres afkast til investorerne, og hele arbejdet med opkøbet samt kapital vil være spildt. Det er altså vigtigt, at kapitalfondenes indsats kan ses på bundlinjen i de forskellige selskaber, som de investerer i.

Med flere væsentlige transaktioner i Danmark, har behovet for viden og information om kapitalfondene og deres handlinger været stort. Kapitalfondene anklages nemlig ofte for at være for tillukkede, hvilket har medført mange fordomme og et negativt omdømme om deres ageren.²

Efter finanskrisen er disse holdninger blevet yderligere skærpet ift. kapitalfondenes indflydelse på samfundsmæssig vækst, beskæftigelse og kapitalmarkedets efficiens. Det er derfor interessant at få belyst, hvem kapitalfondene egentlig er, om de skaber værdi i deres porteføljeselskaber og selve samspillet med det danske erhvervsliv. Konklusioner herpå vil yderligere kunne bidrage til forudsigelser om, hvilken rolle kapitalfondene vil spille i fremtidens Danmark. Alt dette er hvad nærværende fremstilling vil behandle.

1.2 Problemstilling

Når en kapitalfond overtager et selskab, så skyldes det muligheden for at udvikle selskabets forretning til et mere rentabelt niveau. Denne udvikling vil så kunne genere en gevinst for kapitalfondens investorer ved et efterfølgende salg eller børsnotering af selskabet. Kapitalfondene

¹ Spliid (2007), side 9

² Spliid (2007), side 9

opkøber derfor selskabet ud fra en planlagt strategi, som både indeholder udviklings- og exitelementer. Efter et opkøb af et selskab er foretaget, udøver kapitalfonden sin magt, som majoritetsejer, til at igangsætte tiltag, der kan bidrage til opfyldelsen af udviklingsstrategien og forbedringen af selskabets forretning. Disse tiltag kan medføre radikale ændringer i det opkøbte selskabs struktur, økonomi, markedsorientering m.m., og kan derfor have fundamental effekt på den oprindelige organisation.

Kapitalfondene er samtidig finansieret med en væsentlig andel fremmedkapital, som gør, at store dele af opkøbene foretages for lånte midler. Oftest er over halvdelen af opkøbene finansieret via banklån og mezzaninkapital, hvilket gør, at de betegnes med det engelske udtryk *leveraged buy-out (LBO)*. Gælden videreføres derefter ned i det opkøbte selskab og afdrages i takt med, at selskabets cash flows forbedres samtidig med, at renteudgifter fradrages i den skattepligtige indkomst.

Alt dette har gjort, at kapitalfondene ofte bliver beskyldt for at være grådige og afkastorienterede, i stedet for at bidrage til samfundets økonomi, vækst og beskæftigelse. Eksempelvis har den tidligere danske statsminister Poul Nyrup Rasmussen i sin bog ”I grådighedens tegn” givet skarp kritik af kapitalfondenes metoder, og påpeger, at værdiskabelsen i selskaberne ikke er til gavn for andre end kapitalfondene selv.³ Efter finanskrisen er aktørerne på verdens kapitalmarkeder blevet mere forsigtige, hvilket har medført mindre omsættelighed. I den sammenhæng har forskellige medier fremhævet kapitalfondenes negative indflydelse på børsmarkedet, da kapitalfondene flere gange har ”taget investorerne med bukserne nede”, og dermed øget deres forsigtighed.⁴

Disse beskyldninger har deres substans i selve samfundsøkonomiens skrøbelige tilstand, men er de retmæssige i forhold til det, som kapitalfondene egentlig gør, nemlig at udvikle selskabers rentabilitet og levedygtighed. Er de bagvedliggende strategier blot en smart måde til at sende penge ned i lommerne på kapitalfondenes investorer eller skabes der en bæredygtig værdi, som det danske erhvervsliv kan drage fordel af. Skal kapitalfondene opfattes som sabotører af det danske kapitalmarked, eller skal de opfattes som sydebukke.

Kapitalfondene er aktører, som gerne vil ind og overtage kontrollen i virksomheder, for netop at kunne sætte deres præg på selskabets forretning. Som følge heraf vil disse også være påvirket af det danske marked for virksomhedskontrol og børsmarkedets reguleringer. Selskabskontrol og ledelse er essentielt for det danske erhvervsliv, da det netop er her, at vækst genereres. Derfor er samspillet

³ Rasmussen (2007), side 27

⁴ Ritzau (2013)

mellem kapitalfondene og det danske erhvervsliv en betydelig faktor, og udslagsgivende i forhold til, hvordan kapitalfondenes rolle opfattes i samfundet.

En vigtig del af dette samspil er offentligt tilgængelige informationer, da disse giver viden og indsigt i kapitalfondenes foretagende. Her er kapitalfondene selvforskyldt i forhold til den negative omtale, da de ikke har samme åbenhed som børsnoterede virksomheder. Dette skyldes sandsynligvis et praktisk aspekt i forhold til konkurrenter og potentielle kunder, men det kan ikke undgås at vække mistanke om, at de forsøger at skjule noget.⁵ Som en konsekvens af denne lukkethed, kan det risikeres, at strengere lovkrav implementeres til skade for kapitalfondene og deres virksomheder.

En ting er dog sikkert, i de senere år har både indenlandske og udenlandske kapitalfonde opkøbt adskillige små og mellemstore virksomheder samt involveret sig i store transaktioner såsom ISS, TDC og Pandora. Dette gør dem til en betydelig spiller i det danske erhvervsliv, hvis forretningsgange og strategier er yderst interessante at få undersøgt, både i forhold til nu, men også i fremtidens Danmark.

1.3 Problemformulering

I relation til den ovenstående problemstilling, vil denne afhandling blive behandlet ud fra en problemformulering med følgende hovedspørgsmål:

- *I hvilket omfang skaber kapitalfondene økonomisk værdi gennem EVA og multipler i deres danske porteføljeselskaber og hvordan ser deres fremtid ud i forhold til det danske erhvervsliv?*

For at kunne besvare og konkludere på dette hovedspørgsmål vil nedenstående underspørgsmål blive undersøgt og analyseret:

- *Hvad er kapitalfonde og hvordan opererer de?*
- *Skaber kapitalfondene økonomisk værdi i deres danske porteføljeselskaber gennem EVA og multipler og hvilke komponenter har indflydelse på denne værdiskabelse?*
- *Hvordan er det nuværende og fremtidige samspil mellem kapitalfondene og det danske marked for virksomhedskontrol inklusiv børsmarkedet?*

⁵ Spliid (2007), side 9

1.4 Synsvinkel

Den ovenfor nævnte problemformulering vil, som udgangspunkt, blive belyst ud fra kapitalfondenes synsvinkel. Denne tilgang til afhandlingens analyser og diskussioner vil nemlig give mulighed for at skildre kapitalfondenes struktur og arbejdsmetoder ud fra deres egen approach. Med det menes, at afhandlingen vil kunne gå helt ned i detaljerne i forhold til kapitalfondenes essens og derved give et indblik i, hvad deres egentlige formål er. I den sammenhæng vil undersøgelsen af værdiskabelse kunne blive behandlet ud fra de bagvedliggende strategier ved opkøbene, hvilket sikrer en dybdegående tilgangsvinkel til problemstillingerne. Synsvinklen skal derfor ses, som et logisk valg i forhold til afhandlingens analysegrundlag, som netop er kapitalfondenes porteføljeselskaber.

Afhandlingens analyse og diskussion af kapitalfondenes forhold til det danske erhvervsliv vil, som en naturlig udvikling af opgavens struktur, dermed også bære præg af synsvinklen. Dog vil selve diskussionen foretages på et objektivt niveau, men med kapitalfondenes synspunkter og formål som tungtvejende argumenter. Dette vil give sammenhæng i hele afhandlingens opbygning og samtidig besvare problemformuleringen ud fra konkrete omstændigheder. Omstændigheder, som sandsynligvis ikke ville få samme indflydelse ved en samfundsmæssig eller industriel synsvinkel, men som er centrale i forhold til afhandlingens konklusioner.

1.5 Afgrænsning

For at skabe en fokuseret og konkret afhandling, vil nærværende fremstilling ikke undersøge nedenstående områder, selvom disse har stor relevans indenfor kapitalfonde og deres ageren.

Først og fremmest vil afhandlingen ikke gå i dybden med de skattemæssige forhold, som har indflydelse på kapitalfondene. Det er vigtigt at påpege at kapitalfondene og deres parter har flere relevante problemstillinger i forhold til skattebetalinger og fradragsret, men at afhandlingen blot vil nævne de skattemæssige betydninger, steder hvor det er relevant. Der henvises til DVCA's rapporter og ekstern litteratur for dybgående undersøgelser af disse emner.

Derudover vil afhandlingen ikke berøre konkurrence-, erhvervs- og ansættelsesretlige sagsforhold. Kapitalfondene og deres opkøb vil være påvirket af det danske retssystem, men de juridiske aspekter vil være uden for afhandlingens undersøgelsesområde. Dertil vil selskabsretlige problemstillinger såsom selskabsstruktur, hæftelsesprocedure o. lign. kun omtales perifert i de relevante afsnit, men ikke være genstand for en videre analyse.

Desuden vil afhandlingen tage udgangspunkt i kapitalfonde, som er aktive i Danmark, hvilket medfører, at udenlandske kapitalfonde, som ikke ejer danske selskaber, ikke vil blive behandlet yderligere. I den sammenhæng, vil danske kapitalfondenes udenlandske porteføljeselskaber heller ikke medtages. Yderligere vil venturefonde, som er fonde der investerer i unge selskaber med højt vækstpotentiale, ikke inddrages i afhandlingens analyser. Dette skyldes, at afhandlingens analyser vil være fokuseret på kapitalfonde, som opkøber modne selskaber gennem LBO-princippet.

Endvidere, vil afhandlingen ikke vedrøre de afkast, som kapitalfondene genererer til deres investorer. Selvom dette er nogle af de væsentligste aspekter vedrørende kapitalfonde, så er afhandlingens essens selve værdiskabelsen i porteføljeselskaberne, og ikke den gevinst, som den senere exit vil kunne give. Investorafkast vil dog berøres i relevante afsnit, men der foretages ikke dybdegående analyser af risikoprofiler, kapitaltilsagn eller afkast ift. investeringer i noterede aktier. Her henvises der til DVCA's rapporter og ekstern litteratur.

Afslutningsvis, vil afhandlingen ikke komme nærmere ind på de kreditmæssige forhold, som relaterer sig til fremmedkapitalsfinansieringen af opkøbene. Med det menes, at nærmere undersøgelser af specifikke låneforhold, udvikling i rente, afdragsprofil og sikkerhedsstillelser ikke vil være indenfor afhandlingens område. I stedet vil beskrivelsen af kapitalfondenes brug af fremmedkapital udføres på et overordnet niveau, der skildrer de fællestræk og konsekvenser, som denne finansieringsform giver.

Denne afgrænsning er altså foretaget for at bibeholde afhandlingens fokus vedr. værdiskabelse i kapitalfondenes porteføljeselskaber. På denne måde skabes der en mere grundig analyse, som bidrager til konkrete og veldokumenterede argumenter i de efterfølgende diskussioner.

1.6 Teori og metode

Nærværende afhandling vil benytte flere anerkendte teorier, idet forskellige forhold skal belyses ud fra forskellige teoretiske grundtanker. Først og fremmest vil opgaven kredse omkring flere af de aspekter, der vedrører virksomhedsteori, det såkaldte "*Theory of the Firm*". Med det menes, at afhandlingens deskriptive behandlinger indirekte vil inddrage teorien om hvordan selskaberne bedst muligt tilpasser sig markederne for at maksimere deres profit. Derfor vil de forskellige beskrivelser af selskabsopbygning, forretningsmæssige tiltag, M&A-strategier o. lign. indirekte være forbundet med denne teori.

Derudover vil den analytiske del blive behandlet ud fra regnskabsmæssige og finansielle teorier, hvorfor det forventes, at læseren er grundlæggende bekendt med disse. Her tænkes især på valget af analysens regnskabsmæssige værdiskabelsesmål, EVA og multipler, men også tekniske tilgang til regnskabsmæssige poster, da disse er en essentiel del af analysegrundlaget. Desuden inddrages den finansielle teori i form af de centrale begreber som kapitalstruktur, WACC, CAPM, corporate governance etc.

I relation til corporate governance, så vil de afsnit, som behandler dette emne inddrage principal/agent-teorien, som er essentiel for forståelsen af corporate governance. Dette skyldes, at corporate governance undersøger og behandler de forskelle i informations og incitamentsniveau, som ledelse og selskab kan have.⁶ Her er det især interessesammenfaldet mellem ejer og ledelse, der har stor relevans i forhold til kapitalfonde. Afhandlingen vil yderligere inddrage andre corporate governance relaterede områder såsom incitamentsordninger, markedet for virksomhedskontrol, overtagelsesværn m.m.⁷

Når samspillet mellem kapitalfondene og det danske marked for virksomhedskontrol inkl. børsmarkedet undersøges, så vil signalteori og teorien omkring asymmetrisk information benyttes. Disse teorier forklarer bevæggrundene for offentliggørelse af forskellige informationer samt indflydelsen af forskelle i informationsniveau, hvilket har stor effekt på den måde, som omverdenen opfatter og reagerer på forskellige forhold.⁸

Selve den metodiske tilgang til afhandlingen vil foretages ud fra en induktiv tilgang, hvor analyse af værdiskabelse i de enkelte porteføljeselskaber, vil medføre en generel konklusion vedr. PE-fondenes evne til at tilføre økonomisk værdi. Dette vil ske gennem empiriske analyser af historisk data i form af porteføljeselskabernes årsregnskaber. Da den undersøgte data er de offentliggjorte regnskabsoplysninger, som er godkendt af selskabernes eksterne revisorer, så forsøges et objektivt analysegrundlag opbygget. Dette skal være fundament for de videre beregninger og konklusioner på den undersøgte værdiskabelse.

Yderligere vil forskellige databaser inddrages, da disse muliggør analyse af relevant data. Disse databaser inkluderer DVCA's buy-out liste, selskabernes årsregnskaber i KOB, Damodarans finansielle nøgletal, FactSet's regnskabstal og markedsværdier for børsnoterede virksomheder samt

⁶ Schleifer og Vishny (1997), side 740

⁷ Rose og Mejer (2003), side 336-340

⁸ Elling (2008), side 50

Mergermarkets opdaterede informationer om PE-fondenes M&A-aktivitet inkl. transaktionsmultipler. For mere dybdegående beskrivelser af fremgangsmåde henvises der til afhandlingens afsnit 3.2.2 og 3.3.2.

De analyserede data vil primært blive undersøgt ud fra gennemsnitsbetragtninger, da dette giver et overordnet indblik i porteføljeselskabernes værdiskabelse. Dertil vil der foretages dekomponeringer af både EVA og multiplerne, så der kan fås et overblik over hvilke komponenter der driver de fundne resultater. Dog omhandler analyserne unoterede selskaber, hvilket medfører en del usikkerhedsmomenter, som vil blive behandlet ud fra en følsomhedsanalyse. Denne følsomhedsanalyse vil undersøge procentvise ændringer af EVA's usikre parametre samt inddrage alternative multipler.

1.6.1 Kildekritik

De undersøgte kilder og data kommer primært fra kapitalfondenes forening DVCA og fra dem selv i form af deres regnskaber. Dette gør, at behandlingen og brugen af disse kilder vil blive foretaget ud fra en kritisk tilgangsvinkel, så analyserne vil indeholde så meget objektivt som muligt, men samtidig også være i overensstemmelse med afhandlingens synsvinkel. Især DVCA's rapporter og noget af den anvendte litteratur kan indeholde farvede meninger og holdninger, som der vil ses kritisk på. Dog vil det også give mulighed for at inddrage forskellige synspunkter i de nedenstående kapitler.

Databehandlingen, vil udover at være afledt af de ovenfornævnte teorier, også blive foretaget med kritiske øjne. Dette vil ses ud fra *common sense* justeringer og normaliseringer, som vil bidrage til, at analysen bliver objektiv og retvisende for porteføljeselskaberne som helhed. Samtidig skal der tages forbehold for fejl i selskabernes regnskaber og databasernes dataudtræk, hvilket kan have effekt på de endelige resultater. Den kritiske tilgang til analysegrundlagene og følsomhedsanalysen vil forsøge at minimere denne effekt.

1.6.2 Videnskabsteori

De anvendte teorier og metoder vil blive belyst ud fra to forskellige økonomiske videnskabsteorier. Først og fremmest vil den traditionelle neoklassiske økonomiske videnskabsteori have betydning, idet undersøgelserne af kapitalfondenes opbygning, strategier og driftsmæssige performance tager udgangspunkt i de grundlæggende antagelser om profit- og nyttemaksimering samt

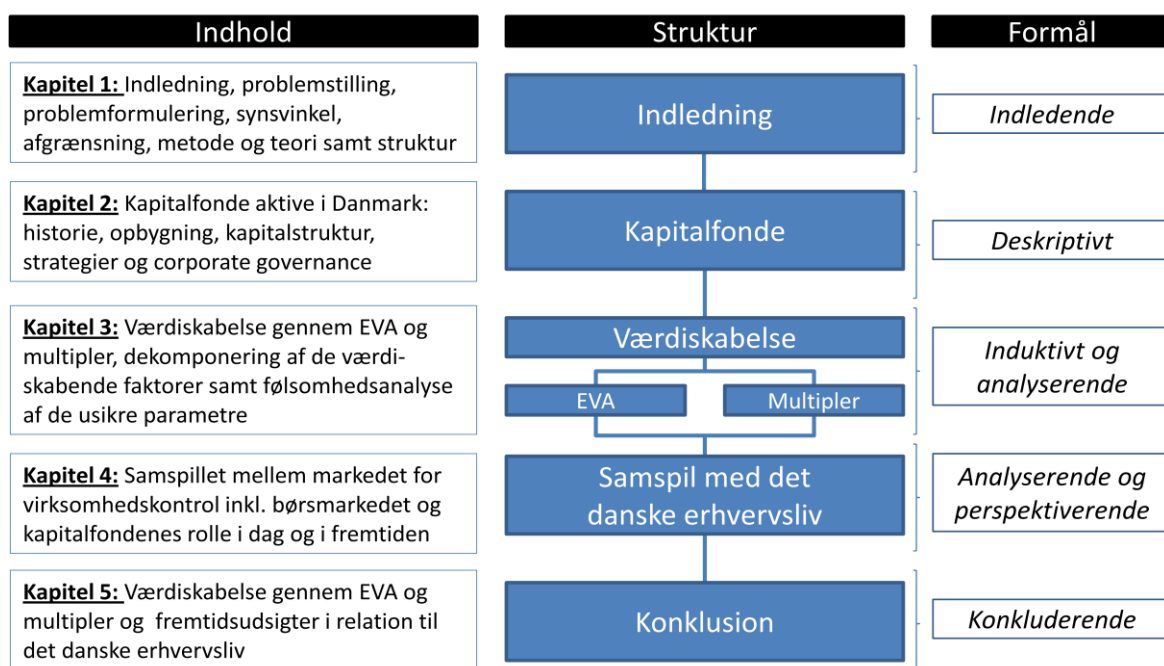
omkostningsminimering. Derudover vil den nyinstitutionelle økonomiske videnskabsteori også inddrages, idet transaktionsomkostninger, asymmetrisk information og opportunisme vil have indflydelse på især diskussionerne om samspillet mellem kapitalfondene og markedet for virksomhedskontrol. Dette betyder, at nærværende afhandling vil inddrage to forskellige paradigmer fra den økonomiske videnskabsteori.

1.7 Struktur

Afhandlingens struktur er angivet i figur 1.1 og dens resterende del vil være som følger:

Andet kapitel vil undersøge og beskrive de kapitalfonde, som er aktive i Danmark. Her vil fokus være på deres opbygning, strategier, kapitalstruktur og corporate governance. Tredje kapitel vil indeholde en empirisk analyse af selve værdiskabelsen i kapitalfondenes porteføljeselskaber gennem EVA og multipler, samt en dekomponering af de værdiskabende faktorer. Fjerde kapitel vil omhandle en diskussion af kapitalfondenes samspil med det danske marked for virksomhedskontrol nu og i fremtiden. Denne diskussion vil bidrage til en forståelse af kapitalfondenes rolle i det danske erhvervsliv og synet på deres handlinger, og vil derved komplementere de argumenter, som benyttes i perspektiveringen. Sidst men ikke mindst, vil hele femte kapitel konkludere på kapitel 1's problemformulering ud fra de fundne delkonklusioner i kapitlerne 2-4.

Figur 1.1: Struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Kapitel 2: Kapitalfonde

2.1 Indledning

Ejerstrukturen spiller en central rolle i forhold til ledelse og kontrol over et selskabs forretning. Ejerne har nemlig de overordnede magtbeføjelser til vedtagelse af fundamentale beslutninger hvad enten selskabet er grundlagt som et familieforetagende eller et stort aktieselskab. I de store aktieselskaber foretages denne ret gennem generalforsamlingen, hvorefter selskabets bestyrelse og direktion skal udøve den retmæssige ledelse i relation til aktionærernes interesser. I familieejede virksomheder er ledelsen ofte videregivet i generationer, så de familiære bånd kan videreføre selskabets oprindelige grundtanker. Så længe selskaberne drives optimalt, vil der ikke sættes spørgsmålstegn ved ejerstrukturen, men er det ikke tilfældet, vil der ofte være rationale for ændringer i denne struktur.

Ændringer i et selskabs ejerstruktur kan skyldes forskellige omstændigheder, men ofte er det et resultat af, at ejerne ikke længere har en positiv forretningsmæssig indflydelse på selskabets drift. Især i de familieejede selskaber opretholdes ledelsen for at bibeholde det familiære engagement og derfor udøves den ikke længere på et rentabelt eller strategisk grundlag. Stærke følelser spiller ind, og selvom selskabet eksempelvis børsnoteres, så bevares kontrollen ofte gennem indflydelsesrige aktieklasser eller majoritetsandele.⁹

Spliid (2007) angiver fem muligheder for ændring af ejerstrukturen, når familiens passioner ikke længere stemmer overens med selskabets økonomiske interesser; overdragelse til en fond, et familiært salg, børsnotering, industrielle salg eller finansielle salg.¹⁰

Overdrages ejerskabet til en fond, så kan de oprindelige grundideer med selskabet teoretisk set bibeholdes gennem fondens formål. Dog er der i praksis ofte interessekonflikter ift. det strategiske lederskab og opretholdelsen af formålet, hvilket især skyldes manglende økonomiske interesser fra fondens bestyrelse. Derfor risikeres det, at rentable tiltag ikke gennemføres.

Det familiære salg kan være en fordel, hvis der er engagerede familiemedlemmer, som står klar til at videreføre selskabet på en ordentlig og sund måde. Flere generationsskifter i familievirksomheder fører til mindre engagerede ejere og risikoen for fastholdelse af urentable forretningsområder forøges markant. Ved et familiært salg risikeres det, at mange af de tætte følelser til stamfaderens oprindelige grundtanker kommer i konflikt med profitable beslutninger.

⁹ Spliid (2007), side 14

¹⁰ Spliid (2007), side 15

Børsnoteringen er en måde hvorpå selskabets egenkapital eller dele heraf kan blive offentlig. Hermed skabes der større omsættelighed blandt selskabets aktier og flere ejere får indflydelse. Dog kræver en børsnotering, at virksomheden er børsmoden og samtidig medfører det spredte ejerskab, at mange af ejerne egentlig ikke udøver deres magtbeføjelser, da de besidder en lille andel af det totale antal aktier. Bibeholder familien en majoritetsandel eller indføres der forskellige aktieklasser, som bevirker stemmeforskelle, så ændrer en børsnotering ikke på, at familien stadig besidder størstedelen af magten.

Det industrielle salg er ofte en fordelagtig løsning for selskabet og familien, da der hermed sker en overdragelse til en anden virksomhed, der kan videreføre forretningen på rentabel vis og opnå positive synergier. Dog kan de følelsesmæssige forhold blokere for sådanne overtagelser, da et salg af familiens livsværk til en anden virksomhed vil være ubærligt. Derudover kan det industrielle salg og børsnoteringen være umulig, da eksempelvis en svag markedsposition eller uhensigtsmæssige omkostningsstrukturer vil medføre for store investeringer og ressourcekrævende tiltag for køber. Disse tiltag kan resultere i ”ubehagelige” beslutninger overfor medarbejder, kunder, lokalsamfund mv., hvilket kan få den familieejede virksomhed til at blokere for et evt. salg.

Det finansielle salg til en kapitalfond kan i mange tilfælde foretrækkes, da kapitalfondenes primære formål netop er at udvikle selskabet for efterfølgende at videresælge eller børsnotere det. Med en tidsbegrænset ejerperiode sørger kapitalfonden for, at udviklingen sker yderst målorienteret. Samtidig er kapitalfondene også villige til at foretage de omstruktureringer og selskabstilpasninger, som er nødvendige for at nå det pågældende mål. Af den grund har kapitalfondene indtaget en central rolle i løsningen af danske selskabers generationsskifteproblemer.¹¹

For at forstå denne rolle og resultatet heraf, er det vigtigt at få et indblik i kapitalfondene og deres måde at arbejde på. Både når det drejer sig om selve deres organisatoriske opbygning og kapitalstruktur, men også deres investeringsstrategier og corporate governance.

2.2 Kapitalfondenes historie

Kapitalfondenes historie er relativ ny i forhold til andre selskabskonstruktioner og investeringsformer. Før i tiden opkøbte investeringsselskaber, eksempelvis ejet af velhavende familier, unoterede aktier på nogenlunde samme måde, som kapitalfondene gør i dag.¹²

¹¹ Spliid (2007), side 16

¹² Axcel (2012), side 15

Investeringer i unoterede selskaber er altså ikke et nyt fænomen, men det er først i slutningen af 70'erne, at de første kapitalfonde, som specialiserer sig i opkøb, stiftes i USA.¹³ Det er især i 80'erne, at etableringen af kapitalfonde tager fart, og i 1987 lå det samlede kapitalsagn til kapitalfondene på \$14,7 mia., hvoraf amerikanske KKR's kapitalfond alene tegnede sig for \$5,6 mia. De store kapitaltilsagn forøgede aktiviteten af virksomhedsopkøb, og i 1988 var den samlede værdi af transaktioner helt oppe på \$185 mia.¹⁴

Slutningen af 80'erne er også tidspunktet for kapitalfondenes gennembrud i Europa, og i Norden stiftes bl.a. svenske Procuritas Partners, IK Investment, Nordic Capital og finske CapMan. I Danmark oprettes den første danske kapitalfond NPEP i 1990 af erhvervsmanden Leif Jensen, og den opnår et samlet kapitaltilsagn på 165 mio. kr.¹⁵ Desuden foretager IK Investment og CapMan efterfølgende en række opkøb af danske selskaber, hvilket bliver startskuddet til kapitalfondenes ageren på det danske marked.

De næste 10 år grundlægges flere kapitalfonde i Norden, og i 1994 stiftes bl.a. Axcel og EQT, som i dag er de største kapitalfonde i hhv. Danmark og Sverige. Dertil kommer Polaris, Dania Capital Advisors, FSN Capital og Altor, som alle er grundlagt i slutningen af 90'erne og starten 00'erne. Efterfølgende er flere kapitalfonde kommet til, og på verdensplan skønnes det, at der i dag findes over 4.500, hvoraf de største er fra USA.¹⁶

Der i dag et betydeligt antal kapitalfonde aktive på det danske marked, og mange af disse er udenlandske kapitalfonde, som har fået øjnene op for danske investeringer. De mange kapitalfonde sidder dermed på en masse kapital, som enten er investeret eller klar til at blive investeret i danske porteføljeselskaber. I de danske kapitalfonde er det primært store finansielle institutioner, som eksempelvis Danske Bank, PFA, ATP mv., som bistår med den tilsagte kapital.

I 2011 var det samlede kapitaltilsagn ca. 31,5 mia. kr. i danske kapitalfonde, mens udenlandske kapitalfonde vurderedes til at have investeret ca. 37 mia. kr. i Danmark.¹⁷ For de danske kapitalfonde er dette en forøgelse i forhold til 2009 og 2010, mens de udenlandske investeringer er faldet.

¹³ DVCA (2008), side 24

¹⁴ DVCA (2008), side 24

¹⁵ Spliid (2007), side 100

¹⁶ Axcel (2012), side 15-16

¹⁷ DVCA (2012), side 8

Netop de kapitalfonde, som er aktive i Danmark, er hvad nærværende afhandling fokuserer på, og nedenstående kapitel 3 vil foretage en analyse af de danske porteføljeselskaber. I bilag A er de kapitalfonde, som er en del af analysens datagrundlag, angivet. Bilaget giver et indblik i, hvilke kapitalfonde, som er aktive i Danmark og deres størrelsesorden. Dog skal det påpeges, at de store amerikanske kapitalfonde KKR, Apax og Goldman Sachs Capital, som har ejerandele i TDC og ISS ikke er medtaget på denne liste ud fra analytiske grunde, jf. mere herom i afsnit 3.2.2.

Hertil skal det nævnes, at de kapitalfonde, som er stiftet før de ovenfornævnte tidsmæssige perioder, tidligere var investeringsselskaber, som opkøbte selskaber ud fra forskellige investeringsstrategier, men som ikke opererede ud fra LBO.

Kapitalfondene er generelt meget forskellige i deres størrelse og kapacitet, men fælles for dem er, at de opererer ud fra de samme principper. Et af disse principper er selve kapitalfondens opbygning, da denne har indflydelse på, hvordan kapital forvaltes og ledelsen udøves. Det er vigtigt for kapitalfondene at have denne organisationsstruktur på plads, så deres kompetencer og kapital kan udnyttes optimalt.

2.3 Kapitalfondenes opbygning

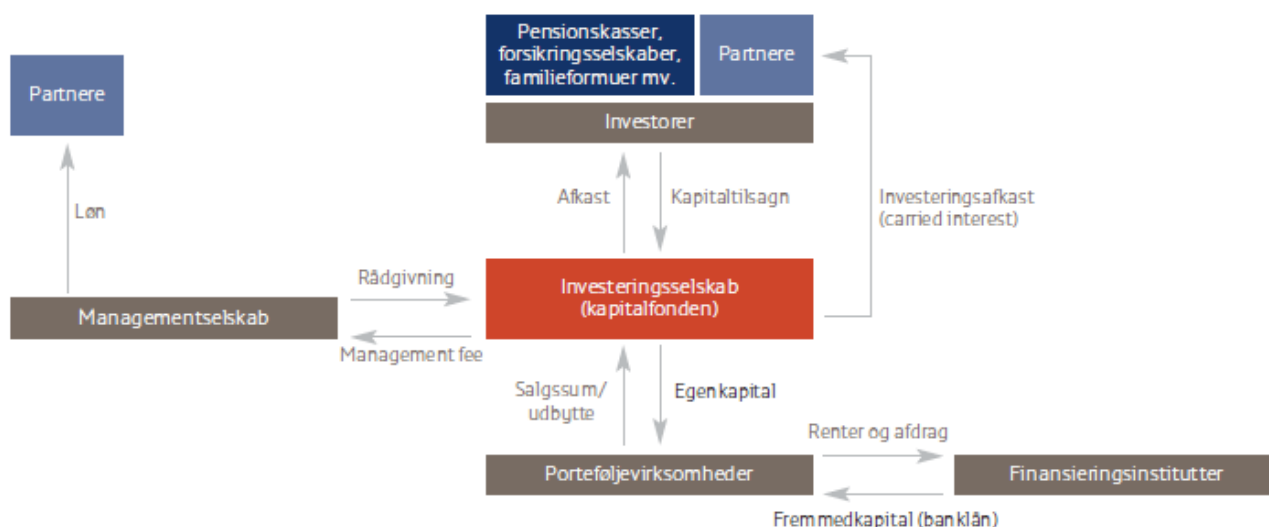
Private equity (PE) defineres som tilførsel af kapital til selskaber, hvis aktier ikke er optaget på en anerkendt børs.¹⁸ Dermed er PE den direkte modsætning til *public equity*, som netop er egenkapital, der tilføres gennem handel af aktier for børsnoterede selskaber på et reguleret marked. Gennem PE skabes altså et privat ejerskab, hvilket er essensen bag kapitalfondenes opkøbsstrategier, hvor PE-investeringerne danner grundlag for udvikling og effektivisering af de opkøbte selskaber. Dette bevirker, at PE ofte benyttes, som et synonym for kapitalfonde.

Selve PE-begrebet anvendes i dag om en investeringsform, hvor et *investeringsselskab (kapitalfond)* med kapitaltilsagn fra forskellige *investorer* direkte investerer i *porteføljeselskaber*, og med et *managementselskab* til at varetage de daglige aktiviteter.¹⁹ Kapitalfonden opnår oftest majoritetsejerskab i de opkøbte porteføljeselskaber, og har derved stor indflydelse på de forretningsmæssige beslutninger, som foretages af ledelsen. Selve investeringsformen, som også kaldes *kapitalfondsejerskab*, kan ses i figur 2.1.

¹⁸ Sharp (2001), side 1

¹⁹ DVCA (2008), side 12

Figur 2.1: Kapitalfondsejerskab



Kilde: DVCA (2008)

Figuren viser hvordan de forskellige parter i kapitalfondsejerskabet forvalter kapital, og selvom denne afhandling har fokus på kapitalfonden og dens porteføljeselskaber, jf. afsnit 1.5, så vil de forskellige parter blive omtalt nedenfor. Forholdet til fremmedkapital, som er essensen af kapitalfondenes kapitalstruktur, undersøges nærmere i afsnit 2.4.

2.3.1 Investorerne

Formålet ved kapitalfondsejerskabet er at generere et afkast, som er højere end det, som investorerne ville kunne opnå ved alternative investeringer. De investorer, som tilfører kapital i PE-fondene er primært pensionskasser, forsikringsselskaber, banker, funds-of-funds²⁰ samt velhavende privatpersoner, familier og fonde.²¹ Disse investorer er både indenlandske og udenlandske, og valget af konkret kapitalfond afhænger af dennes investeringsstrategi og tidligere afkastrealiseringer.

Bilag B viser et eksempel på investorfordelingen i de to danske kapitalfonde Axcel og Polaris. I bilaget ses det, at størstedelen af investorerne for begge PE-fonde er indenlandske, mens fordelingen på type er forskellig. Polaris III er primært repræsenteret af funds-of-funds og private investorer, mens hovedparten af Axcel IV's investorer er pensionskasser og forsikringsselskaber. Det eneste fællestræk for investortyperne i de to PE-fonde er, at bankerne indestår for lidt over en

²⁰ Funds-of-funds er investeringsfonde, som allokere midler til kapitalfondene, og derfor ikke foretager selvstændige investeringer efter LBO-princippet, jf. DVCA (2008), side 98.

²¹ DVCA (2008), side 12

tiendedel af den tilsagte kapital. Der er altså forskel på den procentvise sammensætning af investorer i de forskellige kapitalfonde, hvilket skyldes forskelle i størrelse og investeringsstrategier. Det er derfor vanskeligt, at give en klar definition på sammensætningen af investorer i kapitalfonde, men fælles for dem er dog, at de overordnet set er repræsenteret af de ovenfornævnte grupper.

Investorerne investeringer i de kapitalfondsejede porteføljeselskaber kan ske gennem *direkte* eller *indirekte* investeringer. De direkte investeringer sker oftest som *co-investorer*, hvilket indebærer, at investorerne tager en mindre aktiepost i selskabet efter aftale med kapitalfonden, som derved kommer til at repræsentere investorernes interesser gennem det aktive ejerskab.²² De indirekte investeringer er derimod en investering gennem kapitalfondene i de pågældende porteføljeselskaber. Denne indirekte investering sker som et kapitaltilsagn, hvilket indebærer nogle særlige forhold.

Først og fremmest indbetaler investorerne først investeringsbeløbene, når der er behov for det. Dette er forskelligt fra andre investeringskoncepter såsom hedgdefonde, pensionskasser osv., hvor kapitalen tilføres fra start. Her skal porteføljemanagerne hele tiden finde egnede investeringsobjekter, da ikke fuldt investeret kapital kun vil forrentes til pengemarkedsrenten, hvilket er langt under investorernes forventede afkast.²³ Derimod trækker kapitalfondene først på den tilsagte kapital, når relevante targets skal opkøbes og omkostninger afholdes.²⁴

Yderligere så tilbagebetaler kapitalfondene pengene til investorerne når porteføljeselskaberne frasælges eller børsnoteres. Dermed indestår kapitalfondene kun med likviditet, når den kan benyttes til investeringer i selskaber med udviklingsmuligheder. På den måde optimeres det samlede afkast for investorerne, da afkastet undgår at blive forrentet lavt i perioder med ingen investeringsaktivitet.²⁵

Kapitaltilsagnene er juridisk endegyldige, og investorerne kan derfor ikke springe fra, hvis de ikke er enige i de investeringsvalg, som PE-fondene har valgt at satse på. Investorerne har nemlig sat sin lid til den pågældende kapitalfondens evne til at vælge og videreudvikle selskaber med

²² Spliid (2007), side 17

²³ Spliid (2007), side 36

²⁴ DVCA (2008), side 13

²⁵ Spliid (2007), side 36

afkastmæssigt potentiale. Derfor er investorerne forpligtet til at investere et maksimum beløb i takt med, at kapitalfonden screener markedet for potentielle investeringsobjekter.²⁶

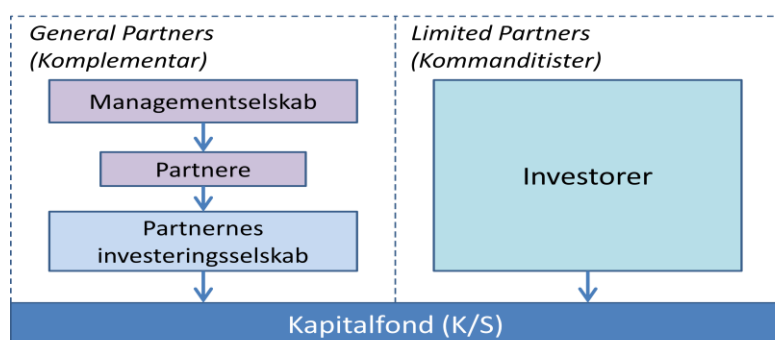
2.3.2 Kapitalfonden

Selve kapitalfonden er det investeringsselskab, som udgør den juridiske enhed hvori investorernes penge indskydes og efterfølgende tilbagebetales ved salg eller børsnotering af de opkøbte porteføljeselskaber.²⁷

I Danmark benyttes primært *kommanditselskabet (K/S)* som selskabsform, hvorved selskabet består af to typer selskabsdeltagere, *komplementaren* og *kommanditisten*. I forhold til kapitalfonde er der oftest én komplementar, som hæfter personligt for PE-fondens forpligtelser og flere kommanditister, der hæfter begrænset med den investerede kapital.²⁸ Der kan dog sagtens forekomme flere komplementarer og enkelte kommanditister i et K/S.

De ovenfor nævnte investorer risikerer kun den kapital, som de har tilsagt kapitalfonden, og betegnes derfor *limited partners*, hvilket svarer til kommanditisterne. Komplementaren er derimod et investeringsselskab stiftet af managementselskabets partnere, som går under betegnelsen *general partners*.²⁹ Juridisk set har kommanditisterne ofte kun en begrænset indflydelse, hvorimod komplementaren varetager selskabets indre forhold, repræsenterer det udadtil og forpligter det i forhold til tredjemand.³⁰ Dette understreger igen den passive rolle, som investorerne har, mht. kapitalfondsejerskabet. Selve organisationsformen kan ses i figur 2.2.

Figur 2.2: Kapitalfonden



Kilde: Spliid (2007) og egen tilvirkning

²⁶ Spliid (2007), side 37

²⁷ DVCA (2008), side 14

²⁸ Munck og Kristensen (2010), side 163

²⁹ Spliid (2007), side 40

³⁰ Munck og Kristensen (2010), side 169 og 175

At kapitalfonden oprettes som et K/S skyldes, at denne selskabsform bl.a. giver fleksibilitet i forhold til kapitalforhøjelser/-nedsættelser, hvilket er særdeles relevant mht. investorernes kapitalindskud. Derudover giver det en hensigtsmæssig skatteregulering, da investorerne beskattes i deres hjemland, samtidig med, at K/S-formen har mange fællestræk med udenlandske PE-fonde.³¹ Dette giver en tryghed for udenlandske investorer, da organisationsformen er velkendt.

2.3.3 Managementselskabet

Managementselskabet er det selskab, som administrerer og yder rådgivning til kapitalfonden. Dette selskab ejes ofte af personer med en stor erfaring og et bredt netværk indenfor PE, og har yderst kompetente medarbejdere ansat til at udføre de analyser og undersøgelser, som er essentielle for de forskellige transaktionsbeslutningsgrundlag.

Som betaling for administration og rådgivning modtager managementselskabet et management fee. Denne betaling benyttes til at afholde de løbende omkostninger, som er forbundet med udøvelse af kapitalfondens arbejde. Dette kan eksempelvis dreje sig om lønninger samt udgifter til eksterne rådgivere, som bistår med dybdegående due diligence undersøgelser af mulige targets.³²

Når kapitalfondene sælger deres porteføljeselskaber, så returneres kapitalen til investorerne i form af afkast. Da kapitalfondene samtidig forsøger at skabe interessesammenfald mellem managementselskabets ansatte, porteføljeselskabets ledelse og investorerne, så benytter PE-fonde det såkaldte *carried interest*. Dette investerings- og incitamentsprogram bevirker, at partnerne i managementselskabet også bliver investorer i de opkøbte porteføljeselskaber og dermed får et økonomisk engagement i opkøbene.³³

Carried interest er det ekstra afkast, som en succesrig kapitalfonden kan opnå, hvis der sikres et afkast, som er større end den *hurdle rate* (årlige basisforrentning) investorerne kræver, og som typisk ligger på 8 % p.a. inkl. management fee og andre omkostninger.³⁴ Genereres der et afkast, som ligger over de 8 %, scorer kapitalfonden og dermed partnerne 20 % af dette merafkast, mens de resterende 80 % går til investorerne. På denne måde sikres der et interessesammenfald, hvilket er en del af corporate governance strukturen ved kapitalfondsejerskab, som vil omtales nærmere i afsnit 2.6.

³¹ DVCA (2008), side 14

³² Spliid (2007), side 39

³³ DVCA (2008), side 14

³⁴ DVCA (2008), side 16

Medarbejderne i managementselskabet, indtræder ofte i de forskellige porteføljeselskabers ledelsesorganer i kapitalfondens ejertid. Gennem aktivt ejerskab, kan kapitalfondene dermed få indflydelse på den værdiskabelse, som senere hen skal føre til et afkast ved videresalg eller børsnotering. Af den grund er managementselskabet den reelle værdiskabelsesdriver i porteføljeselskaberne, mens kapitalfonden er den juridiske enhed hvorigennem kapitalen strømmer.³⁵ Det er derfor managementselskabets evne til at generere afkast, som skal friste investorerne til at skyde kapital i kapitalfonden.

2.3.4 Porteføljeselskaber

Porteføljeselskaberne, er de selskaber, som kapitalfonden investerer i og forsøger at videreudvikle. Disse kan være vidt forskellige eller indenfor bestemte brancher afhængig af den respektive PE-fonds fokus. For at kapitalfondene kan udøve deres aktive ejerskab og have beslutningsmagten i forhold til exit, så erhverver PE-fondene oftest aktiemajoriteten i de opkøbte selskaber. Dette kan både ske alene eller i konsortier med andre PE-fonde.³⁶

Udover at managementselskaberne har medarbejdere i deres respektive porteføljeselskabers bestyrelser, så benytter kapitalfondene ofte incitamentsprogrammer til at skabe et interessesammenfald mellem dem og det opkøbte selskabs ledelse. Desuden kan nogle af PE-fondenes opkøb foretages som *management buy-outs (MBO)* eller *management buy-ins (MBI)*. MBO er hvor det opkøbte selskabs ledelse er en del af opkøbet sammen med kapitalfonden, mens MBI er opkøb hvor PE-fonden erstatter hele selskabets siddende ledelse med en ny.³⁷ På denne måde får kapitalfondene en væsentlig indflydelse på de strategiske tiltag og den daglige drift i det opkøbte selskab.

De bagvedliggende strategier mht. opkøbene af porteføljevirksohmhederne er meget forskellige, men har ofte en del fællesstræk. På samme måde varierer omfanget af finansieringsmidler fra opkøb til opkøb. Andelen af fremmedkapital afhænger af evnen til at genere positive cash flows, mens den resterende del skal finansieres af investorernes tilførte egenkapital.³⁸ De strategiske overvejelser og forretningsmæssige tiltag beskrives i afsnit 2.5, mens kapitalstrukturen ved LBO omtales straks nedenfor.

³⁵ DVCA (2008), side 14

³⁶ Spliid (2007), side 20

³⁷ Sharp (2001), side 5

³⁸ DVCA (2008), side 14

2.4 Kapitalstruktur

Et af de essentielle aspekter ved kapitalfondes opkøb er kapitalstrukturens konstruktion. Kapitalstrukturen for PE-opkøb er nemlig karakteriseret ved, at en stor del af købesummen finansieres gennem fremmedkapital, det såkaldte *LBO*. Når PE-fondene opkøber et porteføljeselskab så medfører LBO, at der sker en betydelig stigning i selskabets rentebærende gæld, hvilket har ført til beskyldninger om, at PE-fondenes primære formål er, at tømme porteføljeselskaberne for værdi.³⁹ Det er dog væsentligt at påpege, at optimering af kapitalstrukturen gennem øget gældsætning ikke skal sammenlignes med forøget gæld pga. negativ driftsindtjening.

Hvis porteføljeselskabernes egenkapital reduceres når kapitalfondene overtager dem, så skyldes det ofte, at gældsfinansieringen rykkes ned i selskabet. Dette giver mulighed for at udnytte fradragsretten på renteudgifter og dermed en mindre effektiv skattesats. Dog kan der godt ske egenkapitalreduceringer gennem ekstraordinære udbytter, hvilket især sker pga., at selskabet genererer cash flows over det nødvendige behov, og PE-fonden foretager derfor en *rekapitalisering*, der medfører, at gælden igen øges til det optimale niveau.⁴⁰ Spørgsmålet er dog, hvad den optimale kapitalstruktur for PE-fondenes porteføljeselskaber er.

Mest muligt egenkapital, kan ud fra en selskabsledelses synspunkt virke som den bedste mulige løsning, hvis ledelsen ikke selv har investeret penge i selskabet. Det vil nemlig give plads til fejl dispositioner og markedsbestemte udsving uden at virksomheden kommer i økonomisk uføre. Ikke desto mindre, så er denne egenkapital væsentlig dyrere end fremmedkapital, da aktionærerne har et højere afkastkrav end kreditorerne. Dette skyldes, at aktionærerne er *residualaflønnede* i fordelingen af selskabets løbende cash flows, hvorimod kreditorernes krav skal opfyldes først.⁴¹

Selvom aktionærerne gerne ser, at selskabet er sundt, så er de først og fremmest interesseret i, at deres investeringer giver et højere afkast end ved obligationer. Derfor må egenkapitalen ikke være alt for stor, hvilket vil resultere i, at udbyttet udhules og det forventede afkast reduceres.⁴²

Den optimale kapitalstruktur afhænger derfor af selskabets *indtjeningsvolatilitet* og muligheden for *nye hurtige kapitaltilførsler* fra ejeren.⁴³ Selvfølgelig vil virksomheder med stabile cash flows have

³⁹ Spliid (2007), side 24

⁴⁰ Spliid (2007), side 24

⁴¹ Spliid (2007), side 25

⁴² DVCA (2008), side 17

et mindre behov for egenkapital i forhold til selskaber med negative pengestrømme og stor konjunkturfølsomhed, men muligheden for indskud af ny kapital, er en stor fordel ved PE-fondene.

Da PE-fondenes tilførsel af egenkapital sker gennem investorernes kapitalsagn, så medfører finansieringen af opkøbene en væsentlig større *fleksibilitet*, hvor tilsagnet forholdsvis hurtigt kan forvandles til rede penge, når behovet opstår.⁴⁴ Kapitalfondene kan derfor indskyde ny kapital i de opkøbte selskaber inden for en relativ kort periode på ca. 1-2 uger, mens eksempelvis børsnoterede selskaber skal igennem en længerevarende og omkostningstung proces på op til et halvt år, førend ny kapital kan tilføres.⁴⁵ Derfor har børsnoterede virksomheder alt andet lige behov for mere egenkapital end de privatejede.

Hvis udviklingen i et porteføljeselskab kræver en kapitalindsprøjtning, så vil PE-fondene kunne trække på deres kapitaltilsagn. Dette vil kunne bidrage til opfyldelse af selskabets investeringsplaner, opkøbsmuligheder og udviklingstiltag i forhold til forbedring af indtjeningen. På grund af denne fleksibilitet, og da egenkapital er dyrere end fremmedkapital, så må den optimale kapitalstruktur for kapitalfondene, være den, som minimerer egenkapitalen. Af den grund lånefinansieres størstedelen af deres virksomhedsopkøb oftest.⁴⁶

Selve sammensætningen af kapitalstrukturen er et af kapitalfondenes vigtigste bidrag ved deres opkøb. Selvom de udfører deres aktive ejerskab i forhold til strategiske beslutninger, så er det som udgangspunkt den daglige ledelse i porteføljeselskabet, som skal generere sunde og stabile cash flows. Sammensætningen af finansieringen sker normalt ud fra tre elementer: *Seniorgæld*, som bankerne stiller til rådighed, *mezzaninkapital*, som er subordineret seniorgæld, og så den *egenkapital*, som kapitalfonden indskyder.⁴⁷

Bankernes villighed til at indgå disse låneaftaler skal ses i lyset af, at de forhandler direkte med porteføljeselskabets ejer, og derfor har en meget bedre fornemmelse af, hvordan denne vil reagere hvis selskabet kommer i økonomiske problemer.⁴⁸ Dette er nærmest umuligt i de børsnoterede selskaber, hvor aktionærernes reaktion ikke kan udledes pga. det spredte ejerskab. Dertil har bankerne også en stor tillid til PE-fondenes styring af gearede selskaber, samtidig med, at de ved, at

⁴³ DVCA (2008), side 18

⁴⁴ ATP (2006), side 5

⁴⁵ ATP (2006), side 5

⁴⁶ Spliid (2007), side 26

⁴⁷ Spliid (2007), side 27-28 og

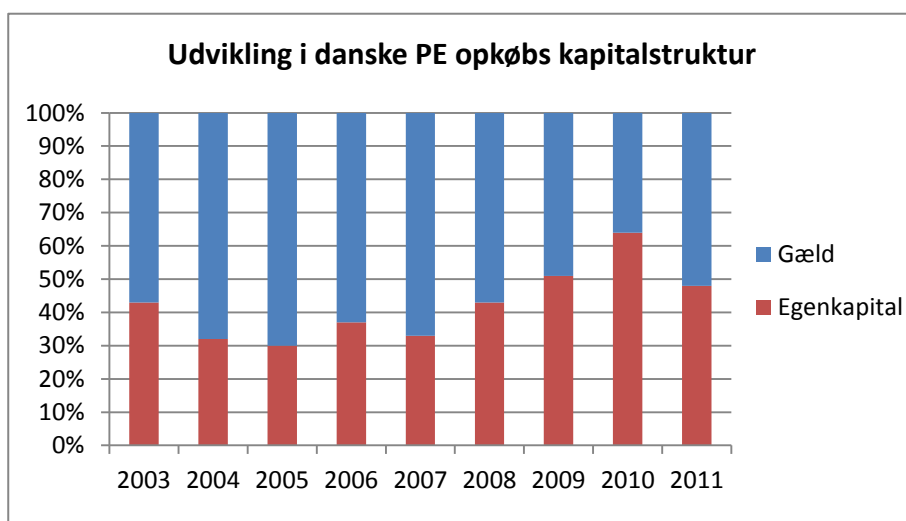
⁴⁸ Spliid (2007), side 27

PE-fondene inddrager et hav af eksterne rådgivere til at fastlægge og analysere de forskellige risici, som kan være forbundet med transaktionerne.

Da bankerne har en yderst professionel modpart i kapitalfondene, var de før 2008 villige til at stille lån i en størrelsesorden på 5-6x EBITDA for målselskabet.⁴⁹ Efter finanskrisen er denne gearingsfaktor dog faldet, og det kan ses på udviklingen i kapitalstruktur, at andelen af egenkapital er forøget de seneste år. I figur 2.3 ses fordelingen mellem gæld og egenkapital ved danske PE-fondes transaktioner.

I figuren ses det, at i 2009 og 2010 var den gennemsnitlige egenkapitalandel faktisk større end gældsandelen på opkøbstidspunktet, hvor det før i tiden var normalt, at kapitalstrukturen bestod af 30-45 % egenkapital og 55-70 % gæld. Dette må indikere, at finanskrisen, har fået bankerne til at være mere tilbageholdende i deres långivning. Andelen af egenkapital er faldet fra 64 % i 2010 til 48 % i 2011, hvilket viser, at det igen er muligt at få transaktionerne gældsfinansieret. Dog må det påpeges, at data fra 2011 hviler på få observationer i forhold til 2010.⁵⁰

Figur 2.3: Kapitalstruktur ved opkøb



Note: Den gennemsnitlige egenkapitalandel er uvægtet.

Kilde: Egen tilvirkning og DVCA (2012).

Kapitalfondenes kapitalstruktur har altså ændret sig de seneste år, fra at være deciderede LBO'er til nu at indeholde mere egenkapital. Faktum er dog, at PE-fondenes opkøb stadig udspringer sig i selve LBO-tankegangen. Sammenholdes denne finansieringsmåde med fleksibiliteten ved

⁴⁹ Spliid (2007), side 27

⁵⁰ DVCA (2012), side 10

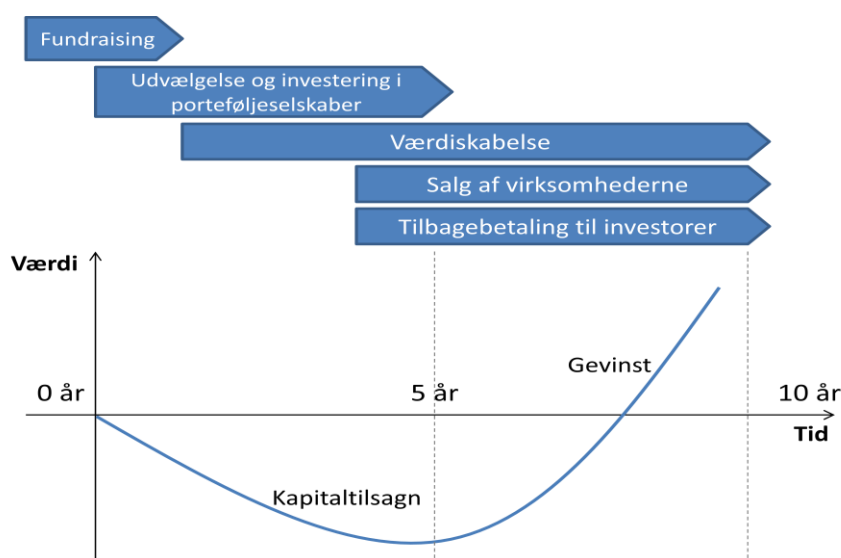
investorerne kapitaltilsagn, så åbnes der en masse forskellige transaktionsmuligheder for PE-fondene. Disse opkøb afhænger derfor af hvilke deciderede strategier og opkøbsfokus, som de enkelte kapitalfonde har.

2.5 Opkøbsstrategier

Da kapitalfondene og deres porteføljeselskaber er meget forskellige, så vil det være umuligt at dække alle de forskellige bagvedliggende strategier, som ligger til grund for de deciderede opkøb. Dog vil følgende afsnit give et indblik i nogle af PE-fondenes overordnede motiver.

I figur 2.4 ses den typiske proces for en kapitalfond, som oftest har en levetid på ca. 10 år. I starten foretager PE-fonden *fundraising* gennem kapitaltilsagn fra investorerne. Efterfølgende trækkes der på kapitaltilsagnet og porteføljeselskaber opkøbes, hvilket gør, at kapitalfondens værdi bliver negativ. Selskaberne ejes typisk i 5-7 år, hvorefter de børsnoteres eller sælges, enten til industrielle købere eller til andre kapitalfonde.⁵¹ I takt med, at porteføljeselskaberne afstås, tilbagebetales kapitalen til investorerne. Det er dog mellem opkøbet og frasalget, at PE-fondenes kompetencer skal udnyttes i den værdiskabelse, som ved afståelse af selskaberne, skal gøre værdien positiv og dermed generere en økonomisk gevinst. Netop denne værdiskabelse forsøges tilvejebragt gennem forskellige strategier og forretnings tiltag.

Figur 2.4: Typisk kapitalfondsproces



Kilde: Axcel (2012) og egen tilvirkning

⁵¹ Spliid (2007), side 34

Først og fremmest er PE-fondenes helt overordnede strategi at overtage et porteføljeselskab, som har udviklingspotentiale, for efterfølgende at frasælge eller børsnotere det med gevinst for øje. PE-fondene vælger altså selskaber, der ikke er drevet optimalt, og hvis drift derfor kan optimeres gennem forretningsmæssige tiltag.

Det er primært de små og mellemstore virksomheder, som er i kapitalfondenes søgelys, da disse har større udviklingspotentiale end store veletablerede selskaber. Dog er der de senere år sket en udvikling i hvilke targets, som kapitalfondene går efter. I Danmark kan dette ses i de store udenlandske PE-fondenes opkøb af aktier i eksempelvis TDC, ISS og Falck. Også de danske PE-fonde har foretaget flere væsentlige opkøb, hvoraf især Axcels ejerskab i C20-virksomheden Pandora bør fremhæves.⁵² Derfor er der ikke længere nogen branche-, struktur- eller størrelsesmæssig begrænsning for hvilke virksomheder, der investeres i.⁵³

De forskellige kapitalfonde har dog forskellige kapitalkapacitet og derfor er deres fokus på forskellige virksomhedsstørrelser. I figur 2.5 ses en oversigt over investeringsfokus målt på *EV* for de kapitalfonde, som er aktive og har en afdeling i Danmark. Her skal det nævnes, at engelske 3i og finske CapMan begge har flyttet deres danske afdeling til Sverige, mens at franske PAI Partners stadig har et dansk kontor, selvom de i øjeblikket ikke har nogle danske investeringer, efter afståelsen af deres aktiepost i Chr. Hansen A/S.

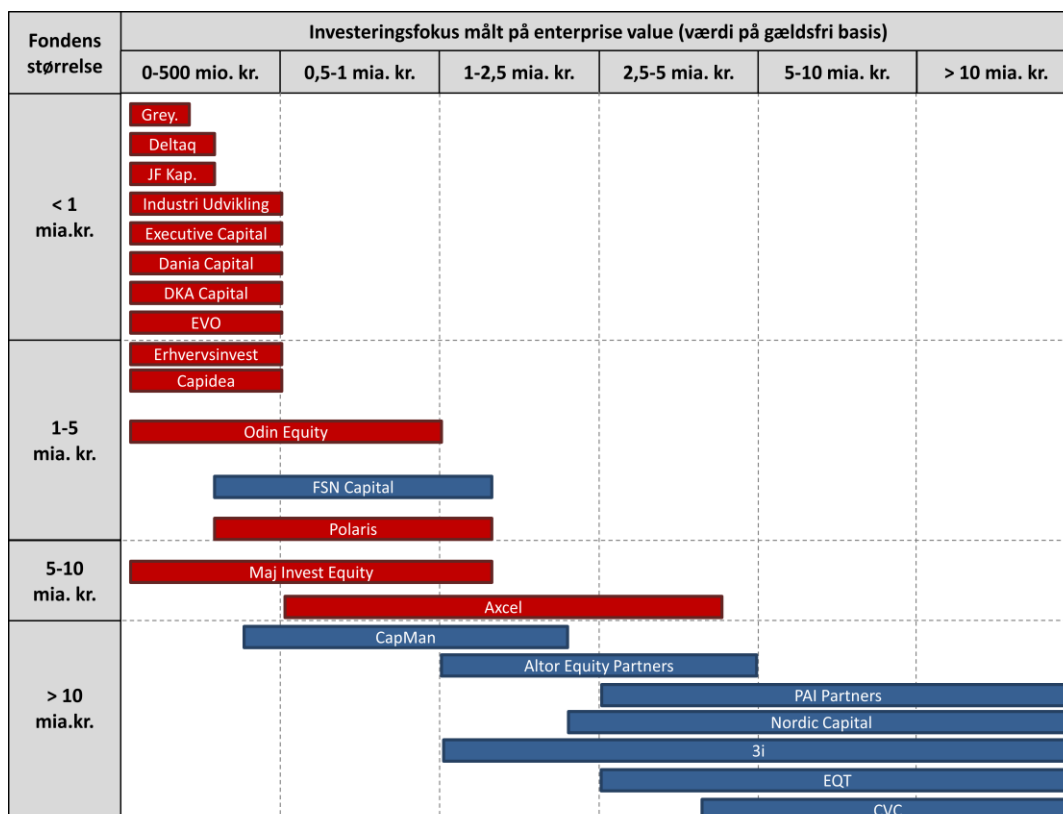
Figur 2.5 viser et klart billede af, at de danske PE-fonde (røde bokse) fokuserer på de mindre virksomheder i forhold til de udenlandske (blå bokse). Dette skyldes især, at de danske PE-fonde har mindre kapitaltilsagn og derved ikke kapacitet til at opkøbe store selskaber. Samtidig er det også logisk, at det er de større udenlandske PE-fonde, som er repræsenteret i Danmark, da de har bedre mulighed for at fokusere udover egne landegrænser i forhold til mindre PE-fonde.

Forskellen mellem Danmark og Sverige ses tydeligt i en sammenligning mellem de to landes største PE-fonde, Axcel og EQT. Mens Axcel benytter sit kapitaltilsagn på ca. 10 mia. kr. på at fokusere på virksomheder i værdien 0,5-4 mia. kr., så investerer EQT typisk sit ca. 135 mia. kr. store kapitaltilsagn i selskaber, der koster mellem 2,5-10 mia. kr. Desuden har de også udført transaktioner på over 10 mia. kr. Bilag A giver en mere specifik oversigt over de forskellige PE-fonde.

⁵² Pandora blev børsnoteret d. 5. oktober 2010, men Axcel ejer forsat 26 %.

⁵³ Spliid (2007), side 48

Figur 2.5: Kapitalfondenes størrelse og investeringsfokus



Kilde: DVCA (2008), kapitalfondenes hjemmesider og egen tilvirkning

PE-fondene har en klar exitstrategi når opkøbene foretages, og ejerskabet af selskaberne er, som nævnt ovenfor, typisk 5-7 år. I løbet af denne ejerskabsperiode, skal PE-fonden sørge for, at de strategiske og forretningsmæssige tiltag, som skal føre til en optimering af selskabet, iværksættes og implementeres. Disse tiltag har næsten altid driftsmæssige karakter, og omhandler især *omsætningsvækst, forøgelse af indtjeningsmarginen og/eller reducere af gæld*.⁵⁴

At skabe vækst i omsætningen kan både ske organisk eller gennem tilkøb, men ofte er der tale om en kombination heraf. Den organiske vækst er når selskabet selv formår at sælge mere, mens den tilkøbte vækst eksempelvis kan opnås gennem opkøb af mindre virksomheder, som så bidrager til en større samlet omsætning.

Forøgelsen af den driftsmæssige indtjening, ses gennem en positiv udvikling af EBITDA-marginen, så der dermed sker en forholdsvis forbedring mellem omsætning og EBITDA-afhængige omkostninger. Ved effektivisering af omkostningerne, vil man altså kunne få et større driftsmæssigt

⁵⁴ Spliid (2007), side 48

overskud og dermed skabe et bedre cash flow, samtidig med, at fokus på produktionsprocessen kan give bedre muligheder for fremtiden.

Nedbringelse af gælden i ejerperioden medfører, at ejernes andel af selskabets samlede værdi stiger. Denne reducere sker gennem forøgelse af pengestrømmene, som netop benyttes til at afdrage på gælden til kreditorerne. Forøgelsen af selskabets cash flow, kan ske gennem flere driftsmæssige tiltag såsom stigning i EBITDA, reducere af arbejdskapitalen og mindre anlægsinvesteringer.⁵⁵

Disse driftsmæssige tiltag er ofte en del af kapitalfondenes strategier, selvom essensen af strategierne kan være vidt forskellige. Dog gør især tre overordnede strategier, som kort vil omtales nedenfor, sig gældende i forhold til PE-fonde, nemlig *omstruktureringer*, *frasalg* og *branchekonsolideringer*.⁵⁶

2.5.1 Omstruktureringer

Kapitalfondene opnår ofte driftsmæssig værdiskabelse gennem omstruktureringer af de opkøbte virksomheder. Her kan der både være tale om deciderede tiltag, som kan ses forholdsvis hurtigt, eller mere fremadrettede indgreb, der med tiden vil vise sin rentabilitet. Ofte vil det være en kombination heraf.

Tiltagene, som vil have en væsentlig indflydelse på den driftsmæssige indtjening, kan eksempelvis være effektivisering af omkostningsstrukturerne for produktion, administration og personale. Ved at benytte mere koncentrerede forretningsgange eller fokusere produktionen på effektive produktionsanlæg, så kan ressourcerne udnyttes bedre, hvilket kan få EBITDA-marginen til at stige. Disse tilpasninger kan dog også omhandle outsourcing og lukning af afdelinger, som kan medføre ”ubehagelige” beslutninger, såsom nedskæringer. Dog er PE-fondene kendt for at være de aktører, der tør at foretage disse beslutninger netop for at udvikle selskabet.⁵⁷

Derudover kan PE-fondene sørge for at forbedre selskabernes cash flow gennem tilpasning af arbejdskapitalen. Ved at sørge for, at varelageret falder, kredittiderne hos kunderne forkortes samt forøgelse af leverandørkreditter, så reduceres kapitalbindingen i driften. På denne måde tilføres

⁵⁵ Petersen og Plenborg (2012), side 176

⁵⁶ Spliid (2007), side 16 og 47 sammenholdt med DVCA (2008), side 54-56

⁵⁷ Spliid (2007), side 16

mere kapital til selskabet, som netop kan bruges til at reducere gælden, så ejerne får en større andel af selskabets værdi.⁵⁸

Cash flowet i selskabet kan også optimeres ved ændringer af selskabets investeringskultur, så der udføres lavere anlægsinvesteringer. Disse investeringer skal dog foretages i situationer, hvor nye og effektive anlæg vil kunne føre til bedre fremtidig indtjening. Dog ejer PE-fondene typisk selskaberne i højst 7 år, så det vil være plausibelt at argumentere for, at PE-fondene kan være mere tilbageholdende med anlægsinvesteringer, for derved at kunne forbedre de kortsigtede pengestrømme mht. efterfølgende salg.

2.5.2 Frasalg

Før i tiden var intentionerne bag de fleste kapitalfondes opkøb optimering af cash flows og konglomeratfrasalg, især gennem det såkaldte *asset stripping*, hvor virksomheder opdeles i mindre enheder.⁵⁹ I denne sammenhæng var PE-fondene altså en del af erkendelsesprocessen vedrørende konglomeraters ofte ufokuserede ledelse og utilfredsstillende forretningsgang.

Nu er konglomerater ikke længere lige så almindelige, som før i tiden, men PE-fondene har stadig stort fokus på frasalg af urentable dele af deres opkøbte selskaber. På denne måde skaber de nemlig et mere målrettet fokus på virksomhedernes styrkeområder, så der nemmere kan foretages optimale beslutninger i forhold til udviklingen af kerneforretningen. Derfor sker frasalgene ofte relativt hurtigt i ejerskabsperioden eller som en del af opkøbets finansiering.⁶⁰

En del af frasalgene er ofte et resultat af tidligere opkøb, som senere hen har vist sig at være beskedne mht. indtjening og profitabilitet.⁶¹ Her sørger PE-fondene for at få ryddet op i selskaberne, så en mere fokuseret og fremadrettet strategi kan implementeres. I eksempelvis familieejede selskaber, kan der ofte være en følelsesmæssig tilknytning til de forskellige organisationsområder, hvilket begrænser eventuelle frasalg, selvom disse ville være økonomisk ansvarlige. De frasolgte dele kan nemlig have stor negativ indflydelse på den samlede profitabilitet. Kapitalfondenes opdeling sker altså ud fra tankegangen om, at de enkelte dele sammenlagt kan sælges for mere end selve virksomheden som helhed.⁶²

⁵⁸ Spliid (2007), side 48

⁵⁹ Spliid (2007), side 47

⁶⁰ Spliid (2007), side 46

⁶¹ Gaughan (2002), side 398

⁶² Spliid (2007), side 47

2.5.3 Branchekonsolideringer

Udover omstruktureringer og frasalg, så udnytter kapitalfondene også muligheden for branchekonsolideringer, ved at opkøbe selskaber indenfor samme branche, som efterfølgende struktureres i en samlet enhed.⁶³ Dermed har PE-fondene mulighed for at udnytte de mulige *synergieffekter*, som en branchekonsolidering kan medføre.

Netop synergieffekter opstår, når to eller flere selskaber eller virksomhedsdele sammenlagt har en større økonomisk værdi end de ville have individuelt.⁶⁴ Synergierne kan opnås *operationelt*, f.eks. gennem organisk vækst, omkostningsreduceringer, stordriftsfordele mv., eller *finansielt*, f.eks. ved lavere kapitalomkostninger.⁶⁵

Branchekonsolideringer benyttes dermed til at fastholde et bestemt forretningsfokus, som kan videreudvikles, samtidig med, at mulige synergier tilføre positiv værdi. Som eksempel på en vellykket konsolidering i et PE-ejet dansk selskab kan nævnes Løgstør Rør, hvor Axcel og Polaris var med til at gennemføre en europæisk konsolidering inden salget til den engelske PE-fond Montagu.⁶⁶

Omstruktureringer, frasalg og konsolideringer benyttes altså af PE-fondene til at skabe driftsmæssig værdi i porteføljeselskaberne. Ofte sker disse strategiske aspekter i kombination med hinanden eller andre værdiskabende faktorer, hvilket vil afhænge af de konkrete selskaber og transaktioner. Faktum er dog, at PE-fondene får gennemført disse væsentlige strategier gennem deres aktive ejerskab i porteføljeselskaberne, Netop det aktive ejerskab er essensen af den corporate governance struktur, som PE-fondene opererer med.

2.6 Corporate Governance

God selskabsledelse er et centralt begreb, når der skal skabes interessesammenfald mellem ledelse og ejere. De børsnoterede selskaber er kendetegnet ved et spredt ejerskab med mange aktionærer, hvor ledelsen skal forsøge at optimere selskabet, så aktieværdien maksimeres. Det spredte ejerskab medfører dog ofte den såkaldte ”*free rider*”-problematik, hvor de små aktionærer ikke har den fornødne ejerskabsrelation til selskabet, og derfor ikke udøver deres indflydelse på

⁶³ Gaughan (2002), side 7

⁶⁴ Gaughan (2002), side 113

⁶⁵ Gaughan (2002), side 116-122

⁶⁶ DVCA (2008), side 54-55

generalforsamlingen. Dette skyldes, at de små aktionærer har diversificeret deres egne porteføljer, og derfor kun har fokus på markedsrisiko. Som en konsekvens heraf kan det ikke betale sig for dem at forholde sig aktivt til ledelsens performance, da en eventuel gevinst skal deles med de resterende passive minoritetsaktionærer, mens omkostningerne alene afholdes af de aktive investorer. I stedet er fokus på aktiekurs og fremtidige udbytter.⁶⁷

Når en PE-fond derimod overtager et selskab, så er det hovedreglen, at de opkøber majoriteten af aktierne i selskabet, så de kan få en væsentlig strategisk beslutningsindflydelse gennem et *aktivt ejerskab*. Netop det aktive og fokuserede ejerskab er med til værdiskabelsen i porteføljeselskaberne og afkastgenereringen til investorerne, og er karakteriseret ved nedenstående forhold, som adskiller sig fra andre investeringsformer.⁶⁸

Først og fremmest er governance-strukturen meget mere enkel end i børsnoterede selskaber, da ejerskabet er væsentlig mere koncentreret, hvilket gør, at interessesammenfald ofte er nemmere at imødekomme. Derudover ejes porteføljeselskaberne i en afgrænset og relativ kort periode, hvilket gør, at værdiskabelsen skal foretages forholdsvis hurtigt. Desuden bidrager optimeringen af kapitalstrukturen og det tilstrækkelige kapitalberedskab til, at der kan foretages fyldestgørende og profitable tiltag, jf. afsnit 2.4.

Yderligere så inddrages ledelsen i ejerkredsen og der etableres incitamentsprogrammer, som følger værdiskabelsen. På denne måde opnås "*alignment of interests*" mellem ledelse og ejere, så ledelsen har incitament til at udøve deres beføjelser i relation til ejernes interesser. I de PE-fonds ejede porteføljeselskaber tilstræbes det ofte, at ledelsen investerer så mange penge, at de selv vil kunne mærke, når det går godt eller skidt.⁶⁹

Derfor er det ofte et krav fra kapitalfondene og bankernes side, at ledelsen selv investerer i selskabet, da der gennem MBO skabes en økonomisk tilknytning til de driftsmæssige resultater. På den måde undgås opportunistisk adfærd, såsom udnyttelse af dyre personalegoder, personlig anerkendelse, karrieremæssige interesser o. lign., som alle kan påvirke negativt. I stedet skabes der en stærk bevæggrund for, at den driftsmæssige ledelse udfører sit hverv på vegne af investorerne.

⁶⁷ Rose (2004), side 82

⁶⁸ DVCA (2008), side 15

⁶⁹ Spliid (2007), side 23

Det er ikke kun den driftsmæssige ledelse, som PE-fondene har indflydelse på. Ofte bidrager de også med kvalificerede bestyrelsesmedlemmer, som enten har industriel erfaring indenfor branchen eller generel erfaring med udvikling af virksomheder.⁷⁰ Dette sker gennem PE-fondenes stærke netværk, samtidig med, at de bestyrelsesmedlemmer, som PE-fondene bidrager med, ofte er ansat i kapitalfondenes managementselskaber. Her sker der altså et økonomiske sammenfald gennem den førromtalte *carried interest*.

Ved at der skabes disse interessesammenfald, så forøges incitamenterne til at skabe værdi i porteføljeselskaberne på en måde, som kan skabe gevinster for investorerne. Derfor er corporate governance strukturen i PE-fonds ejede selskaber meget fokuseret på at skabe aktionærværdi, hvilket i corporate governance litteraturen betegnes som "*shareholder value*"-perspektivet.⁷¹ Til forskel for dette perspektiv er "*stakeholder orientation*"-perspektivet, der i stedet mener, at et selskab skal ledes ud fra alle de involverede interessenters interesser. Disse interessenter kan være kunder, medarbejdere, kreditorer, samfundet mv.

Da PE-fondene er primært fokuserede på afkast, så er de ofte blevet stemplet som kolde kapitalistiske aktører, der tømmer selskaber for værdier. Desuden medfører den forholdsvis store lukkethed, som der er ved PE-fonde, at mange tilslutter sig det negative omdømme pga. uvidenhed. Det har derfor været vigtigt for DVCA og kapitalfondene at skabe en større transparens og gennemsigtighed i forhold til hvordan de opererer, og deres tilgang til corporate governance.

De sidste par år har DVCA udstedt årsskrifter, som skal være med til at give offentligheden indblik i kapitalfondenes handlinger, og dermed skabe en større åbenhed.⁷² Dertil har DVCA, senest i 2011, udstedt retningslinjer om ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse i kapitalfonde. Disse retningslinjer er et praktisk anvendeligt værktøj, som skal anses på niveau med anbefalingerne for god selskabsledelse i børsnoterede selskaber. Retningslinjerne forholder sig både til virksomhedsniveau og kapitalfondsniveau, og for DVCA's medlemmer, så forventes det, at retningslinjerne følges ud fra "*comply or explain*"-princippet.⁷³ I 2011 var seks danske kapitalfonde fuldt ud omfattet af retningslinjerne, mens 12 internationale PE-fonde delvist var omfattet.⁷⁴

⁷⁰ Spliid (2007), side 24

⁷¹ Rose og Meyer (2003), side 336

⁷² DVCA (2012), side 1

⁷³ DVCA Retningslinjer (2011), side 1

⁷⁴ DVCA (2012), side 4

Disse retningslinjer er altså med til at skabe en større åbenhed om hvordan PE-fonde opererer og deres porteføljeselskaber ledes. Retningslinjerne får kapitalfondene til aktivt at tage stilling til forskellige aspekter af god selskabsledelse, samtidig med at der er en stor del af fleksibilitet, hvilket kræves i det pulveriserende erhvervsliv. Om disse retningslinjer og den fortsat løbende indsats for større åbenhed resulterer i en bedre forståelse og indsigt i PE-fondenes ageren, vil være en del af diskussion om kapitalfondenes forhold til det danske erhvervsliv i kapitel 4.

2.7 Delkonklusion

Nærværende kapitel har undersøgt hvad kapitalfonde egentlig er og hvordan de opererer. En kapitalfond er et investeringsselskab, som gennem kapitaltilsagn fra investorer og rådgivning fra et managementselskab, foretager opkøb af virksomheder, med udviklingspotentiale og mulighed for forbedring af rentabilitet. Efter en ejerskabsperiode på ca. 5-7 år sælges eller børsnoteres virksomhederne med gevinst for øje. Opkøbene foretages ofte via gældsfinansiering, det såkaldte LBO, da det gælder om at minimere egenkapitalen, som forrentes højere end fremmedkapital. Forholdet mellem egenkapital og fremmekapital har dog udviklet sig til et niveau, som er nogenlunde i balance.

De kapitalfonde, der er aktive i Danmark, har forskellige investeringsstrategier og kapitaltilsagn, hvilket gør, at deres opkøbsfokus varierer. Dog er deres primære formål det sammen, nemlig at videreudvikle de opkøbte selskaber. Selve udviklingen sker ud fra strategier, som kan medføre driftsmæssige forbedringer i forhold til omsætning, EBITDA og gæld. Disse strategier kan omhandle omstruktureringer, frasalg og branchekonsolideringer.

Yderligere er kapitalfondene karakteriseret ved at udøve et aktivt ejerskab, som fører til *alignment of interest* mellem ledelse og ejere. Det aktive ejerskab sker gennem corporate governance tiltag, der omhandler en simpel governance struktur, afgrænset ejertid, optimal kapitalstruktur, tilstrækkeligt kapitalberedskab og inddragelse af ledelsen i ejerkredsen. Sidstnævnte sker ved at partnerne i managementselskabet og ledelsen i de opkøbte selskaber, gennem carried interest og incitamentsordninger, får et økonomisk tilhørsforhold, hvilket medfører, at det aktive ejerskab udøves på vegne af investorerne. På den måde er det aktive ejerskab med til at skabe værdi i porteføljeselskaberne.

Kapitel 3: Økonomisk værdiskabelse

3.1 Indledning

Kapitalfondenes operationelle formål er at gøre de opkøbte porteføljeselskaber mere rentable og dermed skabe økonomisk værdi. På denne måde vil der kunne genereres afkast til investorerne ved et senere frasalg eller børsnotering. Ved at tilfredsstille investorerne, skabes der ikke blot økonomisk gevinst, men også sandsynligheden for fremtidige investortilsagn forøges. Den værdiskabelse, som ud fra de i kapital 2 nævnte strategier og forretningsgange forsøges opnået, vil blive undersøgt gennem forskellige værdiindikatorer og mål.

I nærværende kapitel vil værdiskabelsen blive undersøgt ud fra EVA og multipler, som gennem deres forskellighed vil give et bredt indblik i porteføljeselskabernes evne til at opnå gode resultater. Hvor EVA primært har fokus på selskabernes driftsmæssige resultater, benyttes multiplerne til at se på det niveau hvori transaktionerne handles. For at kunne forholde sig til de data og resultater, som undersøgelsen vil vise, vil der også foretages en dekomponering af de værdiskabende faktorer, samtidig med, at en følsomhedsanalyse vil give et indblik i de usikre parametres indflydelse. Da de undersøgte selskaber er unoterede, vil der være en del usikkerhed forbundet ved analysen. Netop derfor vil følsomhedsanalysen kunne bidrage til at undersøge, hvor stor effekt ændringer på de usikre parametre vil have på konklusionerne. På denne måde vil der kunne foretages en mere dybdegående konklusion i forhold til selskabernes evne til at skabe økonomisk værdi.

3.2 Værdiskabelse gennem EVA

Economic value added (EVA) er en anerkendt betegnelse for den indtjening, som et selskab har genereret under hensyntagen til kapitalomkostningerne for både fremmed- og egenkapital.⁷⁵ EVA tager dermed højde for aflønning af alle selskabets direkte interessenter, og anvendes derfor synonymt med *residualindkomst*, *økonomisk profit* eller *overnormal afkast*.⁷⁶

Selve beregningsmetoden for EVA inddrager både selskabets *indtjente* og *påkrævede indkomst*, idet den indtjente indkomst er det driftsmæssige resultat efter skat (NOPAT), mens den påkrævede indkomst er kapitalomkostningernes effekt på investeret kapital. Formelt kan EVA altså opstilles som:⁷⁷

⁷⁵ Brealey, Myers og Allen (2011), side 327

⁷⁶ Petersen og Plenborg (2012), side 96

⁷⁷ Brealey, Myers og Allen (2011), side 328

$$(3.1) \text{ EVA} = \text{NOPAT} - \text{kapitalomkostninger} * \text{investeret kapital}$$

I stedet for beløbsmæssige størrelser af NOPAT og kapitalomkostningerne, så kan afkastkravet på investeret kapital (ROIC) og de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) benyttes. På denne måde benyttes et såkaldt *spread* mellem ROIC og WACC til at gange på den investerede kapital, for dermed at se, om selskabet har genereret økonomisk værdi.⁷⁸

$$(3.2) \text{ EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{investeret kapital}$$

Ud fra formel 3.2 ses det, at et selskab skaber positiv EVA hvis $\text{ROIC} > \text{WACC}$, mens $\text{ROIC} < \text{WACC}$ vil gøre til en negativ EVA. Er $\text{ROIC} = \text{WACC}$ vil EVA blive nul, da den indtjente indkomst er lig med den påkrævede indkomst, hvilket ikke vil føre til nogen overskydende profit. Med andre ord skabes der økonomisk profit gennem EVA når afkastet på investeret kapital overstiger et selskabs WACC.⁷⁹

Formel 3.2 vil være udgangspunkt for den nedenstående analyse da den udover at give et mål for EVA også muliggør analyse på porteføljeselskabernes ROIC og WACC. Dette vil være en vigtig del af dekomponeringen af de værdiskabende faktorer, da selskaberne vil kunne forøge deres EVA ved at:

- 1) Forøge det driftsmæssige resultat efter skat ved at udnytte den investerede kapital bedre.
- 2) Nedbringe WACC ved at reducere afkastkravene for fremmed- og egenkapital eller ved at ændre forholdet mellem fremmed- og egenkapital.
- 3) Nedbringe investeret kapital ved negativt spread eller forøge investeret kapital ved positivt spread.

Disse forhold er selvfølgelig nemmere at fremhæve teoretisk end at udføre i praksis, da der er interne sammenhænge, som vil påvirke selve effekten. Nedbringes den investerede kapital, så vil NOPAT og ROIC påvirkes, hvilket eksempelvis kan føre til et bedre spread, hvor en højere investeret kapital dermed ville have forøget EVA mere. Dog er det muligt for selskabet at forsøge at finde den rette balance mellem forholdene, og dermed optimere selve forretningen. Da EVA både inddrager de operationelle og finansielle aspekter i en virksomhed, så benyttes EVA ofte som

⁷⁸ Petersen og Plenborg (2012), side 96

⁷⁹ Petersen og Plenborg (2012), side 97

performance-mål i bonusaflønnning af ledelsesmedlemmer.⁸⁰ Hertil foreligger forskellige fordele og ulemper, som også er væsentlige at påpege ved nærværende brug af EVA som analysegrundlag.

3.2.1 Fordele og ulemper ved EVA

En af de mest centrale fordele ved EVA er, at performance-målet er konsistent med selve værdiskabelsen i selskabet, da den residuale indkomst først kan opnås, når alle direkte interessenter er blevet kompenseret for deres tilførte kapital. Hvis et selskabs forøgelse i indtjening ikke kan dække dets kapitalomkostninger, så skal selskabet ikke investere yderligere. Dette gør selskabets evne til at dække WACC synlig, hvilket er essentielt for ledelsens fremtidige beslutninger.⁸¹

I den sammenhæng bliver EVA af Petersen og Plenborg (2012) også angivet som et af de bedste vurderingsgrundlag for performance, da en forøgelse i EVA alt andet lige vil føre til en forøgelse i selskabets værdi.⁸² Dette skaber et direkte link mellem EVA og selve værdiskabelsen.

En anden vigtig fordel ved EVA, som også skal ses i relation til værdiskabelse og synliggørelse af WACC, er at WACC tager højde for risiko. I beregningen af WACC indgår nemlig afkastkravene fra både bidragere af egen- og fremmedkapital. Disse afkastkrav indikerer hvor meget bidragerne skal kompenseres for at stille den risikovillige kapital til rådighed, jf. mere herom i afsnit 3.2.2.3.

Teoretisk set, så fremstår EVA altså som et af de bedste performance-mål til at vurdere et selskabs evne til at generere økonomisk værdi. Da det samtidig er et generelt accepteret og anvendt mål i praksis⁸³, har nærværende fremstilling valgt at benytte EVA, som indikator for værdiskabelsen i kapitalfondenes porteføljeselskaber. Dog har EVA også nogle ulemper, som bør overvejes i forbindelse med vurdering af analysens resultater.

Først og fremmest så inddrager EVA ikke makroøkonomiske forhold, som kan have indflydelse på et selskabs indtjeningsevne, kapitalfremskaffelse o. lign. Dette gør, at virksomheder, som eksempelvis drives fornuftigt på lang sigt, kan have lav eller negativ EVA grundet lavkonjunktur i verdensøkonomien.

Denne makroøkonomiske problemstilling vil blive behandlet i multipelanalysen ved sammenligning mellem PE-ejede virksomheder og børsnoterede selskaber. Her vil der nemlig kunne foretages

⁸⁰ Petersen og Plenborg (2012), side 312

⁸¹ Brealey, Myers og Allen (2011), side 328

⁸² Petersen og Plenborg (2012), side 312

⁸³ Petersen og Plenborg (2012), side 312

vurdering af, om konjunkturtilstanden i analyseperioden generelt har været den samme for begge typer selskaber, eller om kapitalfondenes porteføljeselskaber værdimæssigt har klaret sig bedre eller dårligere, jf. afsnit 3.3.

Yderligere er EVA baseret på historisk indtjening, og tager derfor ikke højde for fremtidige resultater eller det såkaldte ”horisontproblem”.⁸⁴ På samme måde som med de makroøkonomiske faktorer, vil der altså kunne være periodiske forhold, som spiller ind i det enkelte analyseår og dermed har negativ indflydelse på EVA, men som senere vil kunne føre til økonomisk profit. Horisontproblematikken omhandler, at EVA kun er baseret på selskabernes resultater i regnskabsåret, og derfor ikke inddrager effekten af forhold, som strækker sig over flere perioder.

Derudover påvirkes EVA af regnskabsmæssige posteringer og valg af regnskabsstandarder. Dette gør, at forskellige poster kan være klassificeret forskelligt afhængigt af selskabets regnskabspraksis hvilket ledelsen har indflydelse på.

Næste afsnit i nærværende kapitel, vil beskrive selve EVA-analysens fremgangsmåde, og her vil de regnskabsmæssige klassifikationer, som er foretaget, blive fremstillet mere konkret. Desuden vil analyseperioden for selskaberne være baseret på fire år, hvilket gør, at det førømtalte horisontproblem forsøges minimeret gennem normaliseringsjusteringer.

3.2.2 Fremgangsmåde og data i EVA-analyse

EVA-analysen af kapitalfondenes porteføljeselskaber er foretaget ud fra nogle antagelser, som påvirker sorteringen af data til brug for udledning og beregning af EVA. Disse antagelser er baseret på både teoretiske og praktiske tilgange samt *common-sense* betragtninger, som skal være med til at give analysen et realistisk og objekt resultat.

Først og fremmest er analysen foretaget over en 4-årig periode fra 2008-2011. Dette skyldes at analyseperioden skal dække finanskrisens indflydelse, samt at 2011 er det seneste år for realiseret regnskabsafslæggelse for alle porteføljeselskaber. De analyserede porteføljeselskaber er som udgangspunkt opgjort på DVCA’s liste over PE-fondes danske LBO-opkøb pr. 31. marts 2013.⁸⁵ Efterfølgende er selskaberne sorteret ud fra opfyldelse af følgende fem kriterier:

- 1) Selskabet skal være købt i perioden 2005-2010

⁸⁴ Petersen og Plenborg (2012), side 313

⁸⁵ DVCA buy-out liste (2013)

- 2) Selskabet skal tidligst være solgt eller børsnoteret i 2012
- 3) Selskabet skal være købt af én kapitalfond
- 4) Selskabet må ikke være dannet gennem en fusion med andre selskaber eller via tilkøb
- 5) Den opkøbende kapitalfond skal være hovedaktionær i selskabet

Ad 1) At porteføljeselskaberne skal være købt i perioden 2005-2010 skyldes den ovenfor nævnte analyseperiodes længde. Da analysen fokuserer på 2008-2011, så skal de undersøgte selskaber minimum være ejet i ét år indenfor analyseperiodens interval for at kunne give et billede af PE-fondenes aktive ejerskab. Yderligere er 2005 valgt som nedre grænse, for at undlade, at analysegrundlaget bliver for forskelligt mht. hvornår selskaberne er købt. I den sammenhæng skal det nævnes, at det drejer sig om 6 selskaber, der alle opfylder de kriterierne 2-5, men som er sorteret fra pga. erhvervelse før 2005.⁸⁶

Ad 2) De analyserede selskaber skal senest være solgt fra eller børsnoteret i 2012, hvilket igen skyldes analyseperiodens interval, hvor 2011 vil fungere som det fulde analyseår i perioden. Desuden vil medtagelse af selskaber, som frasælges i analyseperioden medføre, at analysen af EVA's udvikling i 2008-2011 risikerer at blive skæv. På DVCA's liste er selskaber med angivelsen af frasalg som "N/A" også blevet sorteret fra, da selskabet sandsynligvis er solgt fra før 2012, selvom ingen specifik dato er angivet.

Ad 3) Porteføljeselskaberne skal være købt af én kapitalfond, hvilket gør, at selskaber som ISS, TDC o. lign. ikke medtages i analysen. Dette kriterium skyldes, at fokus er på de porteføljeselskaber, som opkøbes med kun én kapitalfonds strategi for øje og dermed kun denne PE-fonds aktive ejerskab. Dermed udlades opkøb foretaget af kapitalfondskonsortier, hvor flere PE-fonde slår sig sammen. Derudover skal kriterium 3 ses i relation til kriterium 5, hvilket medfører, at analysen kun vil se på selskaber hvor PE-fondene har bestemmende indflydelse. Dette vil selvfølgelig ofte være tilfældet for konsortierne som helhed, men enkeltvis behøver PE-fondene ikke at eje over 50 % af aktierne i selskaberne. Derfor er porteføljeselskaber, som ud fra DVCA's liste ikke er ejet af én kapitalfond, sorteret fra.

Ad 4) Selskaber, som er dannet gennem fusioner med andre opkøbte selskaber, er ikke medtaget pga. to forskellige forhold. Først og fremmest er fokus på Danmark, og derfor er selskaber, som er dannet gennem fusion med udenlandske selskaber følgelig udeladt. Derudover er selskaber, der

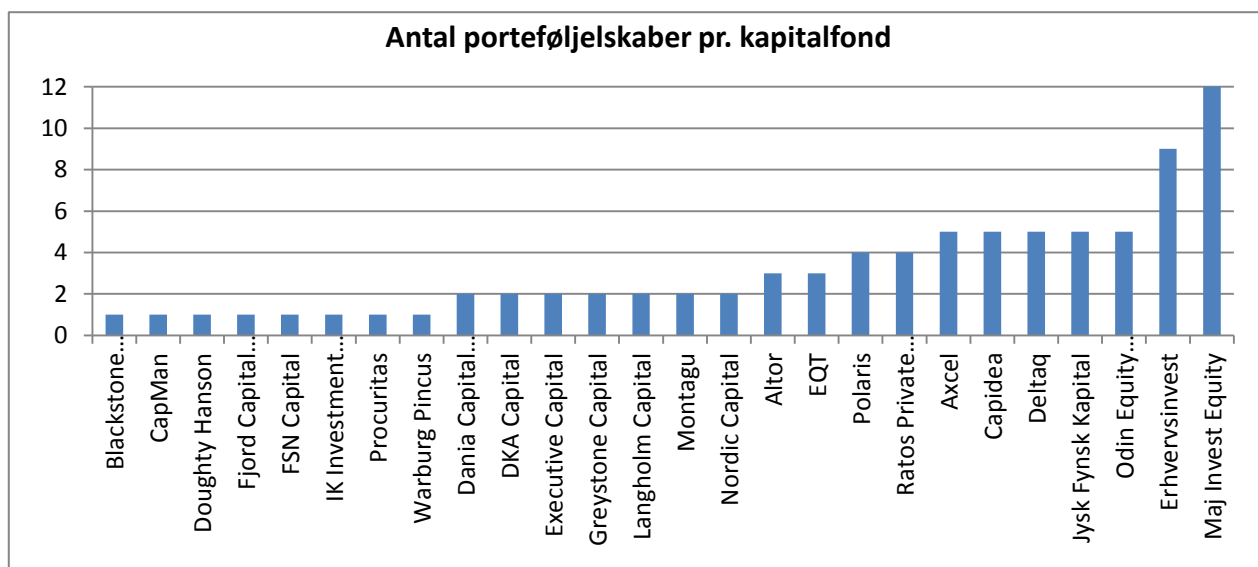
⁸⁶ DVCA buy-out liste (2013)

gennem tilkøb er blevet del af en PE-fondsejet koncern også frasorteret. Dette skyldes, at der skal være kontinuitet i analysegrundlaget, hvilket medfører, at selskaber, som i starten har været selvstændige, men som senere hen i ejerperioden er blevet konsolideret ind i andre selskaber, er blevet udeladt.

Ad 5) Som nævnt under kriterium 3, så undersøger analysen kun selskaber, hvor PE-fondene er hovedaktionærer. Hvis kapitalfondene ejer mindre end 50 % af aktierne, og dermed ikke har bestemmende indflydelse i porteføljeselskabet, så udelades det. Denne sortering er foretaget ud fra angivelsen på DVCA's liste mht. om PE-fonden er hovedaktionær eller ej. Ved angivelse af "N/A", er selskabet også blevet sorteret fra.

De ovenstående kriteriers sortering af DVCA's opkøbsliste medfører, at 82 porteføljeselskaber vil blive analyseret mht. deres evne til at generere EVA. Andelen af porteføljeselskaber pr. PE-fond kan ses i figur 3.1 nedenfor. Da flere af selskaberne er købt i perioden 2008-2010 er der forskel på antallet i de forskellige år, hvilket fordeler sig som følger; 47 i 2008, 56 i 2009, 68 i 2010 og 82 i 2011. I bilag C er de forskellige selskaber oplistet inklusiv angivelse af deres hovedområder, brancher, ejerforhold og opkøbsdatoer.

Figur 3.1: Antal porteføljeselskaber pr. kapitalfond i analyse



Kilde: Egen tilvirkning

Det data, som er benyttet i beregningerne af EVA, er udledt fra de 82 selskabers regnskaber i hvert af de år, hvor selskaberne har været ejet af en PE-fond. I den sammenhæng skal der selvfølgelig tages forbehold for fejl i regnskaberne, som senere hen kan være rettet. Alle benyttede regnskaber er dog de eksemplarer, som er fremsendt til Erhvervsstyrelsen og dermed godkendt af selskabernes revisorer.

3.2.2.1 EBITDA, EBIT og NOPAT

Beregningen af EVA kræver, som nævnt i ligning 3.2, kendskab til investeret kapital, ROIC og WACC. I den forbindelse er det vigtigt at få klarlagt fremgangsmåden for beregningerne af disse. ROIC, som er afkastningsgraden på investeret kapital, kræver eksempelvis, at det driftsmæssige resultat efter skat kendes.

Det driftsmæssige resultat betegnes ofte som det primære resultat eller som resultatet af ordinær drift før finansielle poster og skat (EBIT). I analysen benyttes EBIT nævnt i porteføljeselskabernes regnskaber, og er denne opsplittet i EBIT før og efter særlige poster, anvendes før særlige poster. Disse poster skal nemlig ses som transitoriske elementer, der ikke har traditionel relation til driften. Hvis de medtages, så risikeres det, at man ikke får et retvisende billede af selskabets driftsmæssige performance. Et eksempel er Qubiq A/S, som i 2011 havde en ekstraordinær post på 31 mio. kr. relateret til omstrukturering, hvilket naturligvis ikke er normalt for driften i selskabet og derfor udeladt.

EBIT efter skat, også kaldet NOPAT, skal benyttes, da ROIC er et nøgletal på en "efter skat"-betragtning. NOPAT er i dette tilfælde beregnet ud fra selskabernes effektive skattesats, som er den betalte skat divideret op i resultatet før skat. Dog er der her foretaget en justering ud fra en *common-sense* betragtning mht. skattesatsernes størrelser. Hvis selskaberne har haft en effektiv skattesats på under 10 % eller over 40 %, er de blevet normaliseret til den danske selskabsskattesats på 25 %. Dette skyldes, at mange selskaber kan have udskudt skat, rentefradragsbegrænsninger eller andre skattemæssige forhold indregnet i de enkelte års skattebetalinger. Da disse er meget forskellige fra selskab til selskab, er denne normalisering foretaget for at skabe et så sammenligneligt analysegrundlag som muligt. Intervallets størrelse på +/- 15 %-point af selskabsskattesatsen, skal ses i relation til, at porteføljeselskaber skal have mulighed for at udnytte nogle af de skattemæssige fordele, som LBO'en medfører.

NOPAT er altså den post, som benyttes i den videre beregning af ROIC, jf. straks nedenfor. Dog skal EBIT før afskrivninger og amortiseringer (EBITDA) også påpeges, da dette er en af de væsentligste poster i forhold til selskabers driftsmæssige rentabilitet. Da afskrivninger og amortiseringer, som ikke er *cash-items*, tillægges driftsresultatet, så opnås et indtjeningsmål, der kan sammenlignes med pengestrømmene fra indtjeningen. Dette gør EBITDA vigtig for PE-fondene og deres finansierende banker, da det giver et konkret indblik i hvor mange penge der tjenes på den daglige drift og dermed kan benyttes til betaling af renter og afdrag.⁸⁷ EBITDA vil ikke blive brugt direkte i EVA-analysen, men er i stedet vigtig i forhold til multipelanalysen i afsnit 3.3.

Er EBITDA ikke direkte angivet i resultatopgørelsen, så er denne fundet ved at tillægge årets afskrivninger og amortiseringer fra regnskabernes pengestrømsopgørelser eller noter. Modsætningsvist er EBIT fundet ved at fratrække disse poster, hvis EBIT ikke er angivet direkte. Både EBITDA, EBIT, skattesats og NOPAT kan ses i bilag D-G, der opstiller data for porteføljeselskaberne i hhv. 2008-2011.

3.2.2.2 ROIC og investeret kapital

Som nævnt tidligere så kræver beregningen af EVA og ROIC kendskab til den investerede kapital for de analyserede selskaber. I formel 3.2 sås det, at investeret kapital skal ganges på forskellen mellem ROIC og WACC for at finde EVA, hvoraf ROIC er direkte defineret, som afkastet på den investerede kapital:⁸⁸

$$(3.3) \text{ ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Investeret kapital}}$$

Den investerede kapital er defineret som *den kapital selskabet har investeret i dets operationelle aktiviteter, og som kræver et afkast*.⁸⁹ Med andre ord, er den investerede kapital altså de aktiver, som er tillagt den driftsmæssige del af selskabet fratrukket de driftsmæssige forpligtelser. Omvendt kan den investerede kapital også ses, som de afkastkrævende finansieringskilder, der skal benyttes til at finansiere driften.⁹⁰ Jo flere operationelle forpligtelser et selskab har, desto mindre behov er

⁸⁷ Spliid (2007), side 21

⁸⁸ Petersen og Plenborg (2012), side 94

⁸⁹ Petersen og Plenborg (2012), side 74

⁹⁰ Petersen og Plenborg (2012), side 75

der for at optage lån til at finansiere aktiviteterne. Dermed vil den nettorentebærende gæld sammen med egenkapitalen også svare til et selskabs investerede kapital, jf. mere herom nedenfor.

$$(3.4) \text{ Investeret kapital} = \text{driftsaktiver} - \text{driftsforpligtelser} = \text{NIBD} + \text{Egenkapital}$$

Udgangspunktet i formel 3.4 indebærer derfor kendskab til selskabernes driftsaktiver, driftsforpligtelser, NIBD og egenkapital. Dette kræver en klassificering af, om selskabernes enkelte regnskabsposter er operationelle eller finansielle. En del af disse poster er rimelig lige til at definere som værende enten driftsrelaterede eller finansierende, men et par af posterne medfører en del usikkerhed mht. klassifikationen.

Tabel 3.1: Klassifikation af balanceposter

Balanceposter (i alfabetisk rækkefølge)	Klassifikation
Afledte finansielle instrumenter	Finansiel
Aktiver bestemt for salg	Finansiel
Anden gæld	Operationel
Anden langfristet gæld (ikke rentebærende)	Finansiel
Andre tilgodehavender	Operationel
Bankgæld	Finansiel
Egenkapital	Egenkapital
Finansielle anlægsaktiver	Operationel
Forpligtelser ifm. aktiver bestemt for salg	Finansiel
Forudbetalinger fra kunder	Operationel
Hensættelser	Operationel
Igangværende arbejde	Operationel
Immaterielle anlægsaktiver	Operationel
Kreditinstitutter	Finansiel
Leverandørgæld	Operationel
Likvide beholdninger og værdipapirer	Finansiel
Materielle anlægsaktiver	Operationel
Medarbejderobligationer	Finansiel
Minoritetsinteresser	Egenkapital
Periodeafgrænsningsposter	Operationel
Pensionsforpligtelser	Finansiel
Realkreditgæld	Finansiel
Selskabsskat (aktiv/forpligtelse)	Finansiel
Tilgodehavender fra/gæld til associerede selskaber	Finansiel
Tilgodehavender fra salg	Operationel
Leasing (aktiv/forpligtelse)	Finansiel
Udskudt skat (aktiv/forpligtelse)	Operationel
Varebeholdninger	Operationel

Kilde: Petersen og Plenborg (2012) side 73-79 samt egen tilvirkning

Tabel 3.1 er ikke en udtømmende liste af balanceposter, men gengiver de poster, som de analyserede porteføljeselskaber har angivet i deres årsregnskaber. De poster, der ikke er markerede, har i deres form direkte tilknytning til enten driften eller finansieringen og kræver derfor ikke

nærmere beskrivelse. Poster markeret med ***kursiv*** kan derimod være genstand for tvivl i forhold til klassificeringen og vil derfor blive forklaret nærmere nedenfor. Egenkapital, som er en del af finansieringen, er angivet for sig selv, da denne ikke er en del af NIBD, men derimod en residual post, som skal tillægges i udregningen af investeret kapital, jf. formel 3.4.

De fleste af de markerede poster kan ofte både være operationelle eller finansielle, og derfor har det været nødvendigt, at foretage specifikke klassifikationsvalg for at skabe sammenhæng i analysen.

Anden langfristet gæld (ikke rentebærende) er blevet klassificeret som en operationel post, da gælden ikke er rentebærende, hvilket er et krav for poster, som skal indregnes i den NIBD.⁹¹ At denne langfristede gæld ikke forrentes medfører, at den kan karakteriseres som en driftsforpligtelse med lang tilbagebetalingstid.

Hensættelser og igangværende arbejde er også blevet klassificeret som poster, der relaterer sig til driften. Grunden til, at hensættelserne er operationelle skyldes, at den hensatte kapital ikke er rentebærende og samtidig benyttes på driftsrelaterede forhold, som eksempelvis tab på debitorer eller udskudt skat. Igangværende arbejde er en del af arbejdskapitalen, da denne post omhandler arbejde, som er påbegyndt, men ikke er udført endnu og derfor ikke blevet tilgodehavenderne fra salg endnu.

Medarbejderobligationer er anset som finansielle, da disse obligationer er rentebærende og ikke relaterer sig til den daglige drift. På samme måde er *pensionsforpligtelserne* også klassificeret som finansielle poster, da disse forpligtelsers bogførte nutidsværdi er renteafhængig og baseret på antagelser om fremtidig udvikling i løn, renter, inflation og dødelighed.⁹² Dette kan ikke karakteriseres som driftsrelateret.

Minoritetsinteresser relaterer sig til ejerforholdet i selskabet, og da minoriteternes afkastkrav er forskelligt fra fremmedkapitalens, men mere sammenligneligt med investorernes, så er denne post karakteriseret som egenkapital. Dermed tillægges minoritetsinteresserne til den bogførte egenkapital, når de forskellige selskabers egenkapital skal opgøres.

Selskabsskatteaktiver eller skyldig selskabsskat er meget tvetydige poster, da denne skat som regel stammer fra driften, men også kan relatere sig til investeringer i eksempelvis aktier, finansielle instrumenter osv. Da der ofte tillægges renter på skyldig skat, er balanceposterne for selskabsskat

⁹¹ Petersen og Plenborg (2012), side 75

⁹² Petersen og Plenborg (2012), side 78

klassificeret som finansielle.⁹³ Dog er *udskudt skat* vurderet til at være en operationel, da denne post er et resultat af tidligere års drift. Derudover er den udskudte skat antaget til at være kapitaliseret, og derfor ikke rentebærende, hvilket er et krav for, at posten skal anses som finansiell.

Tilgodehavender og gæld til associerede selskaber er angivet som finansielle poster, da det er vurderet, at ingen af de analyserede selskaber opererer med intern handel som kerneforretning. Samtidig er disse poster ofte rentebærende, hvilket gør, at de skal inddrages i beregningen af NIBD.⁹⁴

Med de ovenstående klassifikationer af selskabernes balanceposter, har det dermed været muligt at beregne investeret kapital ud fra formel 3.4. Da den investerede kapital for driften skal være lig med den investerede kapital for finansieringen plus egenkapitalen, så har det været muligt at validere beregningerne for hvert enkelt selskab.

Udgangspunktet i formel 3.4 giver mulighed for, at beregne selskabernes gearing som forholdet mellem NIBD og egenkapital, hvilket skal benyttes i beregningen af WACC og estimeringen af beta. Dog har det været nødvendigt at foretage nogle justeringer ud fra en common-sense betragtning, for at gøre EVA-analysen mere objektiv. Med andre ord, så er der foretaget justeringer for forhold, som vil kunne skævvride analysens resultater.

Disse justeringer er foretaget ved selskaber, som har haft negativ NIBD, hvilket især skyldes store likvide beholdninger eller høje tilgodehavender hos associerede selskaber. En negativ NIBD fører til negativ gearing, hvilket kan få stor indflydelse på det overordnede resultat. Yderligere, har enkelte selskaber haft negativ egenkapital, hvilket medfører en negativ gearing.

Justeringerne for disse forhold er foretaget ud fra en relativ betragtning af den gearing, som selskaberne med positiv NIBD og egenkapital opererer med. Her er der taget et simpelt gennemsnit af gearingen, dog med undtagelse af de to højeste og to nederste gearingsværdier samt værdier over 10, da disse er vurderet som *outliers*. På denne måde findes gennemsnitlige gearingsniveauer i perioden 2008-2011, hvorefter egenkapitalforholdet kan findes som den reciprokke værdi. Den gennemsnitlige gearing ganges efterfølgende på egenkapitalen, for de selskaber, der skal have justeret NIBD, mens egenkapitalforholdet ganges på NIBD for de selskaber, der skal have justeret egenkapitalen, se eksempel 3.1 og bilag D-G.

⁹³ Petersen og Plenborg (2012), side 79

⁹⁴ Petersen og Plenborg (2012), side 76

Eksempel 3.1

I 2011 havde BLIP Systems A/S en NIBD på -1,82 mio. kr. og en egenkapital på 6,76 mio. kr.

Da den gennemsnitlige gearing for 2011 er beregnet til 1,64 er selskabets justerede NIBD lig med 6,76 gange 1,64, dvs. 11,08.

I 2009 havde Concepta A/S en NIBD på 21,14 mio. kr. og en egenkapital på -1,46 mio. kr.

Da den gennemsnitlige gearing for 2009 er beregnet til 1,41 er selskabets justerede egenkapital lig med 21,14 gange den reciprokke værdi af 1,41, dvs. 14,98.

Som eksempel 3.1 viser, så indebærer justeringerne betydelige ændringer til de rapporterede data, men da det er gearingsforholdet, som skal bruges i den videre analyse, så skal de beløbsmæssige størrelser ikke tillægges den store betydning. Justeringerne medfører nemlig, at de justerede selskaber benytter de gennemsnitlige gearinger for de forskellige år i stedet for deres negative gearinger. På denne måde fås der et mere overordnet indblik i kapitalstrukturen for porteføljeselskaberne uden hensyntagen til enkelte selskabers høje eller negative gearing i specifikke år. Netop kapitalstrukturen og gearingen er essentielle i beregningen af WACC og beta.

3.2.2.3 WACC

Et af de mest centrale begreber i finansiel teori er et selskabs såkaldte ”*weighted average cost of capital*” (WACC). Disse vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både fremmed- og egenkapitalens afkastkrav ud fra en vægtning af kapitalstrukturen i selskabet, og skal dermed ses, som det overordnede afkast et selskab skal tjene på dets aktiver for at bibeholde dets værdi.⁹⁵ Formel 3.5 angiver udtrykket for WACC:⁹⁶

$$3.5) WACC = r_d * \frac{NIBD}{(EK+NIBD)} * (1 - T) + r_e * \frac{EK}{(EK+NIBD)}$$

Her angiver r_d afkastkravet på gælden, r_e afkastkravet på egenkapital, EK den bogførte egenkapital, NIBD den bogførte nettorentebeærende gæld og T selskabsskattesatsen.

I analysen er de forskellige selskabers WACC beregnet ud fra formel 3.5, og vægtningen for egenkapital og NIBD er taget direkte fra selskabernes regnskaber, dog med de justeringer, som angivet i afsnit 3.2.2.2. Beregningen af r_d og r_e er dog fundet ud fra nogle yderligere antagelser, hvoraf især afkastkravet på egenkapital kræver nærmere omtale.

⁹⁵ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 488

⁹⁶ Petersen og Plenborg (2012), side 246

3.2.2.3.1 Fremmedkapitalens afkastkrav

Långivernes afkastkrav kan udledes på forskellige måder. I praksis benytter kapitalfondene primært den effektive rente på selve transaktionen, når de skal estimere afkastkravet for fremmedkapitalen.⁹⁷

Dog har det ikke været muligt at finde denne transaktionsrente for de pågældende selskaber, da denne ikke oplyses i årsregnskaberne. I stedet benytter analysen den indiske økonom Aswath Damodaran's estimering af lånerenten for forskellige brancher. Denne estimering er nemlig lavet ved at tage den risikofrie rente og tillægge et *default spread*, som er baseret på standardafvigelsen for aktiepriserne for de respektive brancher. En høj standardafvigelse vil altså resultere i et højt spread.⁹⁸

Damodaran estimerer dette afkastkrav ud fra det amerikanske aktiemarked, hvilket medfører usikkerhed i forhold til brugen af værdierne på danske selskaber. Dette skyldes især forskelle i de amerikanske lånevilkår og konkursregler.

Dog har det amerikanske aktiemarked et betydelig større antal selskaber, hvilket fører til at denne fremgangsmåde giver et bedre indblik i lånerentens størrelse for de forskellige brancher, end den tilsvarende metode ville have gjort for selskaberne på den danske Fondsbørs. Desuden er den danske og amerikanske kreditrating ens, da de begge er vurderet til Aaa.⁹⁹ I den sammenhæng er det derfor antaget, at de amerikanske branchespreads godt kan benyttes som estimat for de danske selskaber i tilsvarende brancher.

Usikkerhedsmomentet vil dog blive behandlet i dette kapitels følsomhedsanalyse, hvor effekten af ændringer i WACC vil blive undersøgt ift. konklusionerne i EVA-analysen, jf. afsnit 3.4. Selve estimeringsværdierne af lånerenten for de enkelte selskaber i analyseperiodens forskellige år kan ses i bilag H.

Som det ses af formel 3.5, så benyttes r_d efter skat i beregningen af WACC, da renteudgifter er fradragsberettigede.¹⁰⁰ I analysen vil enten den effektive skattesats eller den danske selskabsskattesats blive benyttet i fradragsberegningen, jf. bilagene D-G, som angiver både de benyttede skattesatser og r_d før skat.

⁹⁷ Petersen, Plenborg og Schøler (2006), side 166

⁹⁸ Damodaran (2013)

⁹⁹ Damodaran (2013) og Moody's (2013)

¹⁰⁰ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 488

3.2.2.3.2 Egenkapitalens afkastkrav

Når investorer indskyder kapital i et selskab gennem opkøb af aktier, så er det med en forventning om at modtage afkast. Kapitalen der investeres er nemlig risikobehæftet, da selve investeringerne indebærer en risiko for, at kapitalen reduceres eller tabes gennem fald i selskabsværdi eller konkurs. Det er derfor vigtigt at investorerne kompenseres for den risiko de påtager sig ud fra en sammenhæng, der gør størrelsen på afkastet afhængig af omfanget af risiko.¹⁰¹

Selve investorernes investeringsvillighed afhænger af deres individuelle *risikoaversion*. I analysen er det derfor antaget, at investorerne er *risikoaverse*, hvilket betyder, at investorerne skal have en positiv risikopræmie for at investere i de risikofyldte aktiver, da de ellers ville investere til den risikofrie rente. Denne antagelse er i overensstemmelse med den generelle finansielle teori.¹⁰²

Den totale risiko, som påvirker investeringerne består af *usystematisk risiko*, som omhandler den risiko, der er virksomhedsspecifik, og den *systematiske risiko*, der udgør risikoen på markedet.¹⁰³ Ud fra *det systematiske risikoprincip* er det dog kun den systematiske risiko, som investorernes forventede afkast afhænger af, hvilket skyldes teorien om *diversifikation*.¹⁰⁴ Denne teori antager nemlig, at den virksomhedsspecifikke risiko er diversificeret væk i investorernes porteføljer, og derfor ikke har indflydelse på deres forventede afkast.

Analysens måde at beregne det forventede afkast, som investorerne så forventer, bundet altså i den systematiske risikos indflydelse på den risikopræmie, der kan opnås ved investering i det risikofyldte aktiv. Denne sammenhæng er defineret som *capital asset pricing model* (CAPM), som er et udtryk for såkaldte *security market line* (SML), der netop angiver forholdet mellem forventet afkast og systematisk risiko, jf. formel 3.6.¹⁰⁵

$$3.6) E(r_e) = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f)$$

Hver angiver $E(r_e)$ det forventede afkast på investeringen, r_f den risikofrie rente, β den systematiske risiko og $E(r_m)$ det forventede afkast på markedsporteføljen. Figur 3.2 viser SML og illustrerer dermed forholdet mellem forventet afkast og risiko, der netop kan bruges til at forklare CAPM's væsentlige parametre.

¹⁰¹ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 368

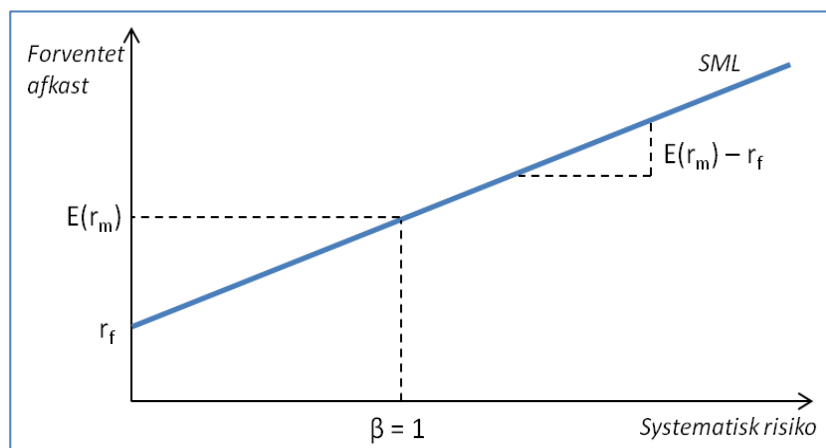
¹⁰² Bodie, Kane og Marcus (2011), side 157

¹⁰³ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 413

¹⁰⁴ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 417-418

¹⁰⁵ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 426

Figur 3.2: SML



Kilde: Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 427

CAPM viser, at det forventede afkast for investeringen afhænger af tre forskellige forhold:¹⁰⁶ dels forholdet vedr. den tidsmæssige værdieffekt på kapital qua den risikofrie rente (r_f), dels præmien for at tilføre risikovillig kapital i form af *markedspræmien*, der er forskellen mellem det forventede afkast på markedsporteføljen ($E(r_m)$) og den risikofrie rente (r_f), og dels den systematiske risiko defineret vha. β .

Teoretisk set, så angiver β omfanget af risiko, som forekommer for den specifikke investering i forhold til det gennemsnitlige risikofyldte aktiv, der har en β -værdi på 1,0.¹⁰⁷ β -værdien kan derfor fortolkes som investeringens følsomhed overfor ændringer i markedet. Er værdien over 1,0, er investeringens afkast mere følsom overfor ændringer ift. det gennemsnitlige risikofyldte aktiv, mens β under 1,0 angiver en mindre grad af følsomhed. Er β lig med 1,0, så er det forventede afkast lig med det forventede afkast på markedet, jf. figur 3.2.

Da analysen vil undersøge historiske data, erstattes de *forventede* afkast med *realiserede*, hvilket kan ses i formel 3.7. Denne formel er udgangspunktet for beregningen af egenkapitalens afkastkrav, og kræver derfor fastlæggelse af r_f , r_m og β , jf. mere herom nedenfor.

$$3.7) r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Grunden til, at CAPM er valgt skyldes, at den i praksis anses som den mest brugbare metode til at estimere egenkapitalens afkastkrav, jf. tidligere undersøgelser. Dette er både blandt uafhængige finansielle rådgivere og PE-fonde.¹⁰⁸

¹⁰⁶ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 426

¹⁰⁷ Ross, Westerfield og Jordan (2008), side 418

¹⁰⁸ Petersen, Plenborg og Schøler (2006), side 164

3.2.2.3.2.1 Risikofri rente

En risikofri rente er et udtryk for hvor meget en investor kan opnå uden at påtage sig noget risiko. I analysen anvendes en risikofri rente, som er fastsat ud fra en dansk 10-årig statsobligation. Dette skyldes, at statsobligationer antages at være nogenlunde risikofrie.¹⁰⁹ Selvfølgelig kan der være risiko forbundet med statslige obligationer, hvilket især er tilfældet for statsobligationer i skrantende økonomier. Dog antages en dansk statsobligation med 10 års løbetid ikke at have signifikant risiko, hvilket gør den brugbar, som proxy for en risikofri rente.

De månedlige rentesatser for statsobligationen er trukket gennem Danmarks Statistik, hvorefter et simpelt gennemsnit er taget for at finde værdien for den årlige risikofrie rente. Dette er gjort for alle årene i analyseperioden og er angivet i bilag H.

3.2.2.3.2.2 Markedets risikopræmie

Den risikopræmie, som investorerne kan opnå er forskellen mellem afkastet på markedsportefølje og den risikofrie rente, jf. formel 3.7. Afkastet på markedsporteføljen er fundet ud fra et gennemsnit af det procentvise afkast på markedsporteføljen Danske Invest Danmark, der udelukkende består af danske aktier, som Danske Invest har investeret i. Her er der, med udgangspunkt i 1984 og frem til det pågældende år i analyseperioden, taget et simpelt gennemsnit af de årlige afkast. Fratrækkes den risikofrie rente for de respektive år, opnås risikopræmier mellem 4,1-7,2 %, jf. bilag H.

Sammenlignes der med den gennemsnitlige risikopræmie, som blev benyttet af finansielle rådgivere og PE-fonde i en undersøgelse fra 2006, så ligger analysens gennemsnitlige risikopræmie 1,3 %-point over undersøgelsens.¹¹⁰ Denne forskel vurderes til at bunde i forskelle i år og analysegrundlag og er derfor anset som acceptabel. Usikkerhedsmomentet vil dog igen blive undersøgt i den senere følsomhedsanalyse.

3.2.2.3.2.3 Estimering af β

Estimeringen af den systematiske risiko, er klart det mest usikre moment i beregningen af egenkapitalen afkastkrav. Da undersøgelsens selskaber er unoterede, så kan en β -værdi ikke udledes direkte. Derfor må den estimeres ud fra forskellige parametre, hvilket selvfølgelig indbringer en del

¹⁰⁹ Petersen og Plenborg (2012), side 249

¹¹⁰ Petersen, Plenborg og Schøler (2006), side 166

usikkerhed. Denne usikkerhed, vil dog blive indirekte behandlet i den omtalte følsomhedsanalyse, hvor effekten på EVA, som resultat af ændringer på WACC og ROIC, vil undersøges.

I analysen er der taget udgangspunkt i Damodorans amerikanske brancheoversigt over *unlevered* β , hvilket er β uden hensyntagen for selskabernes gearing. Denne β -værdi er efterfølgende blevet justeret ud fra to forskellige forhold. Først of fremmest benyttes Harris og Pringles' β -relation til at finde det gældsjusterede β :¹¹¹

$$3.8) \beta_{levered} = \beta_{unlevered} * \left(1 + \frac{NIBD}{Egenkapital}\right)$$

Denne justering er foretaget med det forbehold, at selskaber, som har en gennemsnitlig gearing, der er større end den gennemsnitlige gearing for PE-selskaberne, jf. forklaring i afsnit 3.2.2.2, får deres gearingsniveauer justeret ned til det gennemsnitlige niveau. Dette skyldes, at store afvigelser pr. år i gearingsniveau vil føre til skævvridninger i estimeringen af β , hvilket vil få stor indflydelse på beregningen af WACC. Det har derfor været vigtigt at foretage denne normalisering set ud fra en *common-sense* betragtning.

Udover gældsjusteringen, så benytter analysen også en β -grid, der er baseret på de danske børsnoterede selskabers β -værdier, dog fratrasket de to største og to mindste β -værdier, da disse er betegnet som *outliers*, se bilag I. Denne grid tager udgangspunkt i Fama-French's multifaktormodel og er udarbejdet således, at den viser β -værdierne ud fra forskellige kombinationer af gearing og selskabsstørrelse, målt ud fra egenkapitalen, se tabel 3.2. På denne måde kan der findes β -værdier for de analyserede selskaber ud fra deres gennemsnitlige egenkapital og gearingsniveau.

Tabel 3.2: Beta-grid

Beta-grid	Gearing						
EK (mio. kr.)	> -1	[-1:0[	[0:1[	[1:2[	[2:3[	3 <	GNS
> 0	0,87	0,17	-	-	-	-	0,52
[0:50[	0,76	0,96	0,81	0,53	-	-	0,76
[50:100[	-	0,48	0,49	0,57	-	-	0,51
[100:150[	-	0,51	0,64	0,71	0,91	0,68	0,69
[150:200[	-	0,81	0,96	1,10	0,22	-	0,77
[200:400[	1,03	0,95	0,84	-	-	-	0,94
[400:600[	0,68	0,55	0,43	1,55	-	0,96	0,83
[600:800[	-	0,78	0,81	-	-	2,30	1,30
[800:2500[	-	1,09	1,33	0,97	-	-	1,13
2500 <	-	0,64	0,96	1,00	1,23	-	0,96
Gennemsnit	0,83	0,69	0,81	0,92	0,79	1,32	

Kilde: FactSet (2013) og egen tilvirkning

¹¹¹ Petersen, Plenborg og Schøler (2006), side 165

I grid'en er det de oprindelige gearingsniveauer, som er anvendt, da det gør, at grid'ens sammenlignelighedsgrundlag bliver mere retvisende. Har de analyserede selskaberne ikke en direkte β -værdi i grid'en, så er der benyttet gennemsnitlige værdier, af de højere og lavere β -værdier, som ligger tættest på. Er det ikke muligt at beregne dette gennemsnit, så bruges de gennemsnitlige værdier i de grå områder, se eksempel 3.2.

Selve de justerede β -værdier, som benyttes videre i analysen, er fundet som et simpelt gennemsnit af de to justeringsforhold. Til brug for validering af de fundne β -værdier, så er Damodarans brancheoversigt over *levered* β brugt til sammenligning. Ud fra denne ligger alle de fundne β -værdier, med undtagelse af én værdi for Dako A/S i 2011, indenfor et interval på +/- 0,7, hvilket anses som acceptabelt ift. udledning af r_e , jf. bilag K.

I bilag J er beregningerne for selskabernes β -værdier angivet, og eksempel 3.2 viser et konkret regneeksempel for et af porteføljeselskaberne.

Eksempel 3.2

BioGasol ApS opererer indenfor bioteknologien, som har et unlevered β i 2011 på 0,91. Selskabets gennemsnitlige egenkapital og gearing i analyseperioden er på 10,37 mio. kr. og 5,0.

*Den gennemsnitlige gearing for porteføljeselskaberne i analyseperioden er 1,48, hvilket er lavere end selskabets. Derfor benyttes 1,48 i den første justering: $\beta_{\text{levered}} = 0,91 * (1 + 1,48) = 2,26$*

I grid'en er der ikke et direkte β -niveau for en egenkapital på [0;50[og en gearing på over 3. I stedet findes β som et gennemsnit af 0,76 og 1,32, dvs. 1,04.

*Justeret β for BioGasol i 2011 er derfor: $0,5 * 2,26 + 0,5 * 1,04 = 1,65$*

Den anvendte metode skal ses i lyset af, at der i praksis ofte benyttes kombinationer af flere estimeringsmetoder til at fastlægge den systematiske risiko.¹¹² Her er det især sammenlignelige selskaber, som bruges af finansielle rådgivere og PE-fonde sammen med erfaring indenfor brancher. Samtidig anbefales det, at β -værdierne for de sammenlignelige børsnoterede selskaber suppleres med β -estimerer baseret på sammenligneligt gearingsniveau. I den sammenhæng er det derfor vurderet, at ovenstående estimeringsmetode giver et retvisende billede, da der både skabes en teoretisk og praktisk sammenhæng.

Brugen af de valgte justeringer samt Damodarans amerikanske brancheoversigt medfører en usikkerhed mht. estimererne for de danske porteføljeselskaber. Dennes effekt på konklusionerne vil

¹¹² Petersen, Plenborg og Schøler (2006), side 165

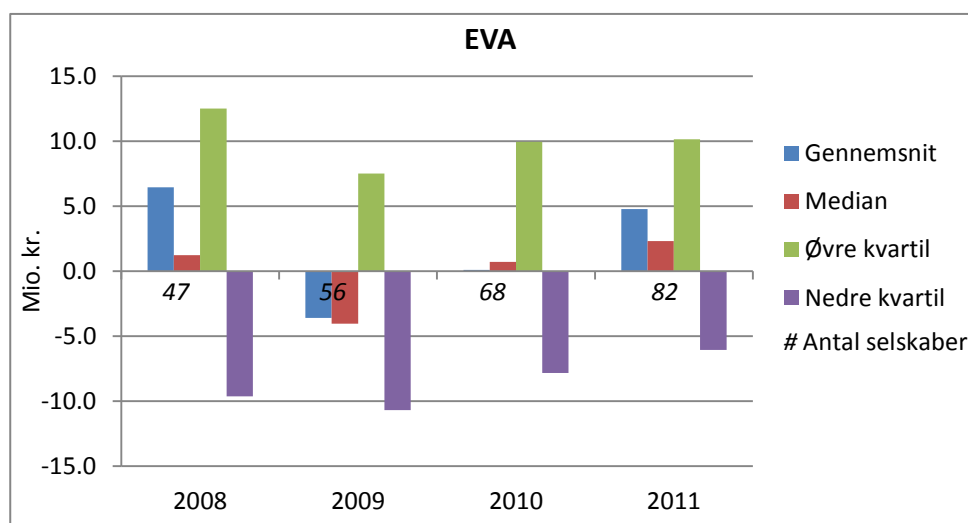
blive undersøgt i følsomhedsanalysen, mens der nedenfor vil blive redegjort for de fundne resultater i selve EVA-analysen.

3.2.3 EVA-analyse

I bilag D-G er hele EVA-analysen for de forskellige porteføljeselskaber angivet. Her er investeret kapital, ROIC og WACC beregnet ud fra ovenstående fremgangsmåde, hvorefter EVA er fundet vha. formel 3.2. Resultaterne er så blevet undersøgt på tværs af brancher for hvert af årene i analyseperioden 2008-2011.

Hovedresultaterne er gengivet i figur 3.3, som viser EVA målt som gennemsnit, median, øvre og nedre kvartil. Ud fra figuren ses det, at porteføljeselskaberne har haft stigende gennemsnitlig EVA siden 2009, hvor EVA var negativ med 3,6 mio. kr. I 2011 har selskaberne i gennemsnit skabt økonomisk værdi for aktionærerne på 4,8 mio. kr., hvilket er 1,7 mio. kr. mindre end niveauet for 2008. Denne udvikling skal ses i lyset af finanskrisens indflydelse efter 2008, hvilket formodentlig kan forklare en stor del af det negative niveau i 2009.

Figur 3.3: Overblik over EVA



Kilde: Egen tilvirkning

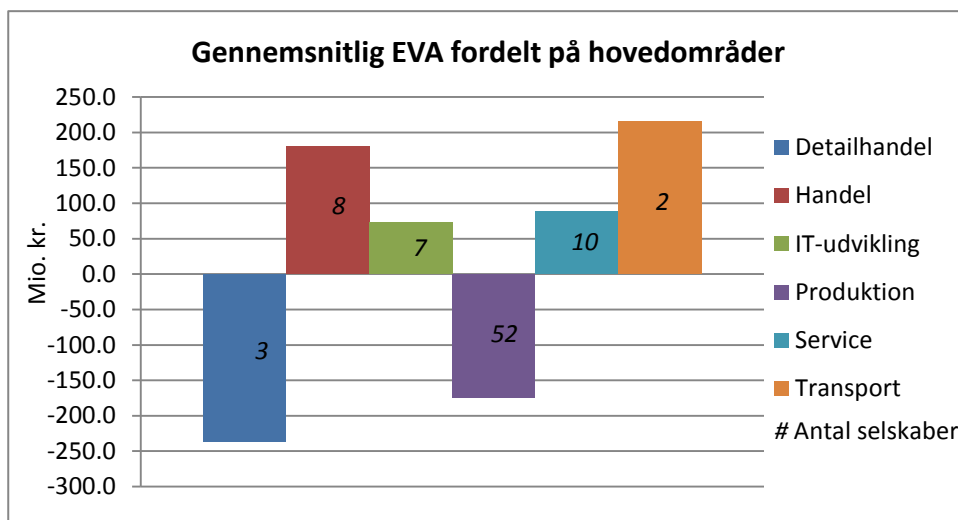
Fra 2010 til 2011 er gennemsnitlig EVA steget med 4,7 mio. kr., hvilket indikerer, at størstedelen af de undersøgte porteføljeselskaber er ved at finde tilbage til rentabel drift og indtjening. Dette opvejes også af, at nedre kvartil har haft mindre negativt EVA end de foregående år, mens at øvre kvartil performede nogenlunde på niveau med 2010. I 2008 var nedre kvartils negative EVA 58,9 % større end i 2011, mens øvre kvartil klarede sig 23,4 % bedre. Den positive udvikling i 2011 kan

også udledes af medianen, som gennemsnitligt ligger på 2,3 mio. kr., hvilket er det højeste for de fire år.

Den gennemsnitlige EVA over hele analyseperioden er 1,8 mio. kr., hvilket viser at 2008 og 2011 ligger over gennemsnittet, mens 2009 og 2010 ligger under. Ses der på fordelingen af denne gennemsnitlige EVA pr. kapitalfondsnationalitet, så har analysen vist, at de 60 selskaber, som er ejet af danske kapitalfonde i har gennemsnit genereret et negativt EVA på 6,1 mio. kr. Til forskel har de 13 svensk ejede porteføljeselskaber skabt et gennemsnitligt EVA på 11,8 mio. kr., mens engelske og amerikanske kapitalfonde, som ejer hhv. 4 og 3 selskaber i analysen, har fået deres selskabers gennemsnitlige EVA op på 63,2 og 33,6 mio. kr., jf. bilag L. At de danske kapitalfonde ikke evner at skabe positivt EVA, mens de udenlandske genererer højt EVA, kan tolkes som om, at de udenlandske PE-fonde har større erfaring med at få selskaber igennem globale krisetider.

Dog er ovenstående også påvirket af hvilke hovedområder, som de ejede selskaber opererer indenfor. I figur 3.4 ses fordeling af gennemsnitlig EVA ud fra de hovedområder, som er defineret af DVCA på deres buy-out liste.¹¹³ Figuren viser flere interessante forhold, som kan sammenholdes med fordelingen af gennemsnitlig EVA pr. kapitalfondsnation.

Figur 3.4: EVA fordelt på hovedområder



Kilde: Egen tilvirkning

Først og fremmest, viser figuren, at selskaber i detailhandel og produktion skaber negativ gennemsnitlig EVA, mens de fire andre hovedområder opnår mellem 73-215 mio. kr. i EVA. I den sammenhæng, er det interessant, at af de 3 selskaber i hovedområdet detailhandel, er det kun

¹¹³ DVCA buy-out liste (2013)

Lagkagehuset A/S, som er ejet af norske FSN Capital, der har et positivt EVA. De to andre selskaber IDdesign A/S og PWT A/S, som ejes af hhv. Axcel og Polaris, har begge et stort negativt gennemsnitligt EVA, hvilket klart trækker ned i gennemsnittet for danske kapitalfonde. Netop detailhandlen har været hårdt ramt under og efter finanskrisen, da forbrugerne ikke har samme rådighedsbeløb og købevillig til eksempelvis møbler og tøj.

Yderligere er størstedelen af de analyserede virksomheder produktionsselskaber, som i gennemsnit har skabt et negativt EVA på 174,6 mio. kr. Da danske kapitalfonde ejer 41 af de 52 produktionsselskaber, hvoraf 20 af de 41 har negativt EVA, så vil dette også have indflydelse på, at de danske PE-fonde performer dårligere end de udenlandske. Produktionsselskaberne har også været ramt af den finansielle usikkerhed på markederne, hvor deres kunder eller den direkte handel med forbrugerne, har lidt pga. den lavere købevillighed.

Transport og handel er de hovedområder, der gennemsnitligt har klaret sig bedst i analysen. Her er det især analysens bedst performende selskab Unifeeder A/S, som ejes af den engelske PE-fond Montagu, der trækker hovedområdet og UK op. Inden for handel er det især svenske Altor's ejerskab i Wrist Group A/S, som har bidraget til høj gennemsnitlig EVA for både hovedområdet og svenske PE-fonde. I den sammenhæng har EQT's drift af produktionsselskabet Dako A/S, som i gennemsnit har skabt et positivt EVA på 125,0 mio. kr., også haft stor positiv effekt.

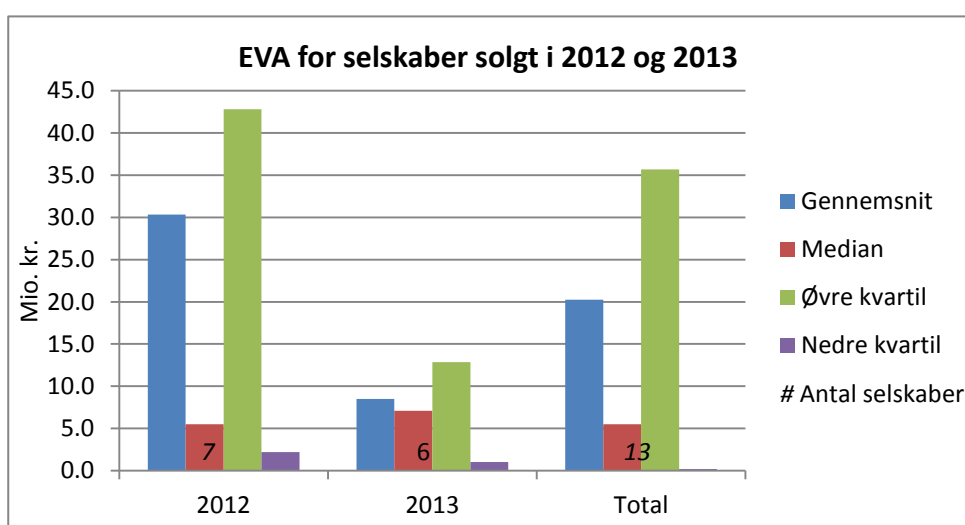
Opdeles analysens kapitalfonde i tre forskellige størrelser ud fra deres kapital under forvaltning, så vil der kunne ses et klart billede af den økonomiske værdiskabelse. Bilag L viser en figur over gennemsnitligt EVA for de tre forskellige størrelser af PE-fonde, hvoraf 0-1 mia. kr. i forvaltning er de små, 1-10 mia. kr. er de mellemstore, og mere end 10 mia. kr. er de store. Ud fra bilag L er det tydeligt, at det er de store PE-fonde, som genererer EVA, da de står for gennemsnitligt 23,9 mio. kr. pr. selskab i analyseperioden. Til forskel så har de små og mellemstore kapitalfonde i gennemsnit skabt negativ EVA på hhv. 3,4 og 5,5 mio. kr. Her er der et tydeligt tegn på, at de store kapitalfonde er bedre til at føre deres selskaber igennem krisetider end de mindre PE-fonde. Samtidig er alle de store kapitalfonde udenlandske, hvilket stemmer overens med EVA-fordelingen pr. nationalitet.

Bilag L viser også en fordeling af gennemsnitligt EVA i 2011 for selskaber købt i forskellige år. Her er der ikke noget enstydigt tegn på, at ejerperiode har væsentlig indflydelse på skabelsen af økonomisk værdi. Analysen har vist, at de 9 selskaber, som er købt i 2008, er dem der klarer sig bedst med et gennemsnitligt EVA på 25,0 mio. kr. Da de 19 selskaber købt i 2006 skaber negativ

EVA, mens selskaber købt i 2005 og 2007-2010 har positiv EVA, så kan der ikke udledes en decideret trend i forhold til opkøbsår.

Til gengæld kan der udledes en trend ud fra de selskaber, som er blevet solgt i 2012 og 2013 pr. 31. marts 2013. Figur 3.5 illustrerer gennemsnitligt EVA over analyseperioden for de 13 selskaber. I figuren ses det, at exit-selskaberne i gennemsnit har kreeret økonomisk værdi på 20,2 mio. kr. i analyseperioden. Især selskaber solgt i 2012 har performet godt, da de ligger på gennemsnitlig 30,3 mio. kr., hvilket er 28,6 mio. kr. bedre end gennemsnittet for hele analyseperioden.

Figur 3.5: EVA for solgte selskaber



Kilde: Egen tilvirkning

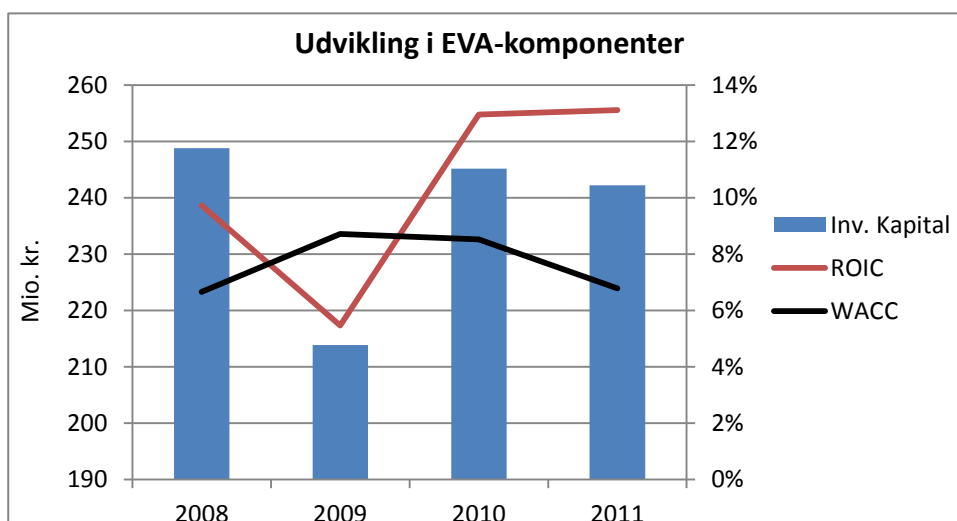
Figuren indikerer, at selskaber, som gøres klar til salg, har opnået driftsmæssig modenhed og effektivisering, hvilket er i overensstemmelse med PE-fondenes strategi. Kapitalfondene vil gerne skabe sunde virksomheder inden de sælges, og da 76,9 % af de solgte selskaber har positiv EVA, så tegner der sig et billede af, at opkøbsstrategierne lykkes. Især de svenske kapitalfonde har skabt høj gennemsnitlig EVA, idet de 4 frasolgte svenskejede porteføljeselskaber har genereret gennemsnitlig 59,1 mio. kr.

Ovenstående resultater og figurer har altså givet et overblik over porteføljeselskaberne evne til at skabe økonomiske værdi. Yderligere er det interessant at få et indblik i de faktorer, som har bidraget til denne værdiskabelse. Nedenstående dekomponering vil derfor undersøge udviklingen af de afhængige parametre som indgår i beregningen af EVA. Er denne udvikling et resultat af en bedre forrentning af investeret kapital eller pga. lavere WACC? Dette er netop hvad dekomponeringen vil give svar på.

3.2.4 Dekomponering af EVA

Da EVA udregnes ud fra ROIC, WACC og investeret kapital, så er det hensigtsmæssigt at undersøge disse komponenter, hvilket er illustreret i figur 3.6. I figuren ses det, at den gennemsnitlige investerede kapital i analyseperioden er højest i 2008, men falder i 2009 for derefter at stige til et nogenlunde konstant niveau i 2010 og 2011. Derudover ligger den gennemsnitlige ROIC i 2008 på 9,7 %, men stiger til 13,1 % i 2011. Den gennemsnitlige WACC er på sit højeste i 2009, men falder efterfølgende til 6,8 % i 2011.

Figur 3.6: Udvikling i EVA-komponenter



Kilde: Egen tilvirkning

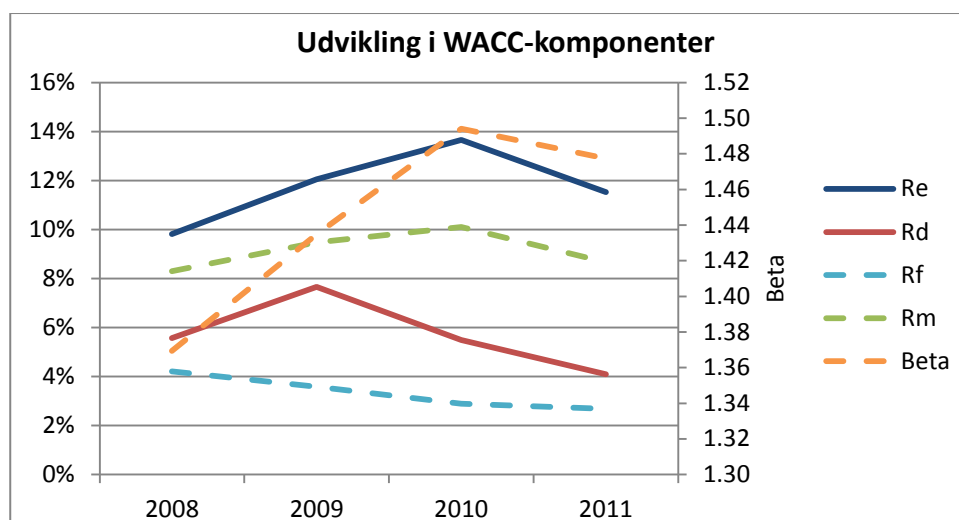
Udviklingen i de forskellige komponenter kan altså være med til at forklare udviklingen i EVA. Det høje EVA-niveau i 2008 er drevet af mindre WACC og højere investeret kapital, mens det lave niveau i 2009 både er påvirket af fald i investeret kapital og ROIC samt stigning i WACC. At den gennemsnitlige WACC har været højere end den gennemsnitlige ROIC viser, at det gennemsnitlige selskab ikke har været i stand til at dække deres kapitalomkostninger gennem driftsindtjeningen. I 2010 er selskaberne væsentlig bedre til at forrente den investerede kapital, selvom WACC stadig er på et højt niveau, hvilket forøger EVA-spreadet. Dog påvirkes den gennemsnitlige EVA negativt af, at selskaber som AH Industries A/S, IDdesign A/S og Interbuild ApS har haft markant dårlige år. Derfor har forøgelsen i ROIC, spread og investeret kapital ikke kunne hive den gennemsnitlige værdi for 2010 op. Undlades disse tre selskaber, så forbedres det gennemsnitlige EVA med 6,5 mio. kr., hvilket er i tråd med forøgelsen af EVA's komponenter.

I forhold til 2011 er forøgelsen i gennemsnitlig EVA især drevet af redueringen i selskabernes WACC. Sammenlignes der nemlig med 2010, så er investeret kapital og ROIC på nogenlunde

niveau, og derfor er spreadet blevet forøget, hvilket medfører et højere EVA. Undlades de tre selskaber, som havde negativ indflydelse på 2010, så opnår 2011 et gennemsnitligt EVA på niveau på 8,31 mio. kr. Dette viser hvilken væsentlig indflydelse enkelte selskabers dårlige performance kan have på helhedsindtrykket.

At faldet WACC er den primære driver i 2011, gør det interessant, at se på udviklingen af WACC's parametre. Disse parametre ses i figur 3.7, hvor afkastkravene for egen- og fremmedkapitalen er markeret med fulde linjer, mens komponenterne for r_e er angivet med stiplede linjer. I figuren ses det, at begge afkastkrav er faldet i 2011, hvoraf r_e er drevet af lavere risikofri rente, afkast på markedsporteføljen og mindre beta. Sammenlignes der med 2010, hvor WACC netop var højere, så skyldes dette, at afkastet på markedsporteføljen samt størrelsen af beta, var højere. Størrelsen af WACC vil også være påvirket af vægtene mellem egen- og fremmedkapital, men undersøgelsen af interessenternes afkastkrav giver en indikation af hvordan afkastforventningen fra kapitalindskyderne i porteføljeselskaberne har udviklet sig.

Figur 3.7: Udvikling i WACC-komponenter



Kilde: Egen tilvirkning

Dekomponeringen har dermed givet et indblik i hvad stigningen i EVA fra 2009-2011 primært var drevet af. At den primære driver har været WACC, som indebærer en del usikkerhed, understreger nødvendigheden for en følsomhedsanalyse, da effekten af ændringer i WACC grundet de usikre parametre kan have betydning for analysens diskussioner og konklusioner. Følsomhedsanalysen kan ses i afsnit 3.4, mens værdiskabelsen i PE-fondenes porteføljeselskaber vil blive undersøgt nedenfor vha. multipler, som supplement til ovenstående analyse.

3.3 Værdiskabelse gennem multipler

Multipler tilhører de relative værdiansættelsesmetoder, da de estimerer selskabernes værdi ud fra sammenlignelige selskabers pris i forhold til regnskabsmæssige poster som omsætning, EBITDA, EBIT osv.¹¹⁴ I praksis benyttes metoden hyppigt til værdiansættelse af selskaber, hvilket også gør den anvendelig til at undersøge værdiskabelse. Udviklingen i multiplerne vil nemlig sige noget om udviklingen i selskabernes historiske værdi.

Der er mange fordele ved multipler, hvilket vil blive gennemgået nedenfor, men metoden er yderst brugbar til at understøtte eller konfrontere de undersøgte resultater fra EVA-analysen. Resultaterne i EVA-analysen kan nemlig blot være et tegn på den makroøkonomiske udvikling og ikke kun performance fra kapitalfondenes aktive ejerskab. Derfor er det interessant at undersøge og sammenligne multiplerne for de kapitalfondsejede selskaber og de børsnoterede virksomheder.

EVA-analysen er altså med til at give et indblik i, om PE-fondene skaber økonomisk værdi i deres porteføljeselskaber, mens denne multipelanalyse vil sammenligne performance mellem de børsnoterede selskaber og porteføljeselskaberne. På den måde vil der kunne drages konklusioner vedr. om kapitalfondene skaber større værdi i forhold til de børsnoterede selskaber.

De anvendte multipler vil først og fremmest være EV/EBITDA og NIBD/EBITDA, der angiver hhv. hvor meget et selskab er værd i forhold til dets EBITDA og hvor meget af gælden, som kan dækkes af den driftsmæssige indtjening. Eksempelvis viser et EV/EBITDA på 7x og et NIBD/EBITDA på 2x, at selskabets *enterprise value (EV)* har en værdi på syv gange dets EBITDA mens gælden er dobbelt så stor.

EV betegner selskabets forventede markedsværdi af dets investerede kapital i driften og inkluderer derfor både markedsværdien af egenkapital og nettorentebærende gæld.¹¹⁵ Ved værdiansættelse skal markedsværdien af egenkapitalen findes, så her må den estimerede værdi af NIBD fratrækkes.¹¹⁶ Når der kigges på historisk værdiskabelse gennem multipler, som er baseret på enterprise value, så behøves denne subtraktion dog ikke at blive foretaget.

¹¹⁴ Petersen og Plenborg (2012), side 211

¹¹⁵ Petersen og Plenborg (2012), side 209

¹¹⁶ Petersen og Plenborg (2012), side 216

For at inddrage egenkapitalsbaserede multipler, så vil analysen også undersøge porteføljeselskabernes K/I og P/E. Derfor vil der også estimeres en markedsværdi for egenkapitalen, som vil være udledt af den EV, som findes gennem EV/EBITDA, jf. mere herom i afsnit 3.3.2.

Brugen af multiplerne sker enten ud fra markedets værdiholdninger til sammenlignelige virksomheder eller ud fra transaktionsmultipler beregnet på baggrund af handler med sammenlignelige selskaber. Markedets værdiholdninger kan udledes af børsnoterede virksomheders multipler, hvor netop markedsværdier er tilgængelige.

Størrelserne af EV/EBITDA, K/I og P/E vil altså give et indblik i markedets forventninger til porteføljeselskabernes værdi, mens NIBD/EBITDA angiver den gældsætningsgrad, som de pågældende selskaber opererer med. Hvad der driver disse multipler vil blive undersøgt nærmere når multiplernes elementer undersøges i dekomponeringen, jf. afsnit 3.3.4.

Multipelanalysen vil dog også være genstand for følsomhedsanalyse, da der stadig er usikkerhed forbundet med vurderingen af sammenlignelige selskaber og dermed estimeringen af multiplerne. I følsomhedsanalysen vil EV/EBIT undersøges, for at se om der her kan drages samme konklusioner ud fra denne transaktionsmultipel.

3.3.1 Fordele og ulemper ved multipler

Som nævnt ovenfor, så tilhører multipler den relative værdiansættelsesmetode, og er hyppigt anvendt i praksis. I den sammenhæng har en undersøgelse vist, at analytikere primært baserer deres værdiansættelser af privatejede selskaber på både kapitalværdi og multipler.¹¹⁷ At multipler benyttes ofte skyldes nogle af metodens væsentligste fordele, nemlig hurtighed og lav kompleksitet.

Metoden er relativ hurtig i forhold til andre værdiansættelsesmetoder, som eksempelvis kapitalværdimetoderne, da der ikke skal forberedes forecasts ud fra dybdegående budgetantagelser o. lign. tidskrævende opgaver. Dette er et essentielt punkt for rådgivere og analytikere, som arbejder i travle hverdage. Samtidig er metoden brugervenlig, da kompleksiteten er relativ lav, hvilket primært skyldes de simple beregninger. Dog kræver metoden, at egnede sammenlignelige selskaber benyttes, da outputtet ellers vil blive uholdbart. En grundig undersøgelse af dette, kan altså indebære en vis grad af både tid og kompleksitet.¹¹⁸

¹¹⁷ Petersen og Plenborg (2012), side 211

¹¹⁸ Petersen og Plenborg (2012), side 226

Derudover trækker multiplerne på markedsdata, hvilket medfører, at metoden opererer med markedets implicitte holdning til værdien af et selskabs indtjening. Ved at der fokuseres på markedsværdier i stedet for bogførte værdier, så udnyttes den viden, som investorerne har til værdien af en indtjeningskrone for den pågældende virksomhed. Dermed gives der et mere konkret indblik i hvad selskaberne kan handles for på et givent tidspunkt, hvilket belyser selskabernes performance samtidig med, at markedets udvikling inddrages.

En af de væsentligste fordele ved multipler er, at de er neutrale overfor kapitalstruktur idet enterprise value anvendes. Dette muliggør sammenligning af sammenlignelige selskaber med forskellige gearingsniveau. Samtidig vil brugen af EBITDA og EBIT medføre, at skat ikke inddrages, så EV kan findes ud fra sammenlignelige selskaber på tværs af landegrænser.

Der er dog også forbundet nogle ulemper ved multipler, som også skal påpeges. Multipler baseret på regnskabsmæssige poster som EBITDA, investeret kapital og EBIT kan være underlagt forskellige regnskabsprincipper og praksis. Især i forhold til transitoriske poster kan der forekomme forskelligheder, som vil medføre skævhed i sammenlignelighedsgrundlag.

Samtidig er ingen selskaber ens, selvom de opererer indenfor samme branche og har samme driftsmæssige tilgang. Derfor kan der ofte være brud på de anvendte forudsætninger, som fører til ”farvede” estimer og skæve sammenligninger.

I den sammenhæng kan estimerne også være påvirket af valget af output. Benyttes simple gennemsnit, så kan outliers få stor betydning for estimerne, mens brugen af medianer, medfører en risiko for, at værdien ikke er høj eller lav nok i forhold til hele sammenlignelighedsgrundlaget. Det anbefales derfor, at man anvender justerede eller harmoniske gennemsnit, så store afvigelser ikke vil få betydning på valget af multipler.¹¹⁹ Tilgangen til dette vil blive gennemgået i fremgangsmåden nedenfor.

3.3.2 Fremgangsmåde og data i multipelanalyse

Multipelanalysen er foretaget ud fra en lidt anderledes tilgang end ved EVA-analysen. Først og fremmest er de analyserede porteføljeselskaber blevet finsorteret, sådan så selskaber med negativ EBITDA og EBIT udelades. Negative driftsresultater vil nemlig føre til negative EV-værdier, hvilket vil give et skævt analysegrundlag i forhold til værdiskabelsessammenligningen med de

¹¹⁹ Petersen og Plenborg (2012), side 234

børsnoterede selskaber. Dette skyldes, at EBITDA og EBIT skal bruges til at finde EV ud fra de valgte transaktionsmultipler, for så efterfølgende at danne grundlag for beregningen af K/I og P/E. Disse beregninger sker ud fra formel 3.9 og 3.10:¹²⁰

$$3.9) \frac{K}{I} = \frac{\text{Kurs}}{\text{Indre værdi}} = \frac{\text{Markedsværdi af egenkapital}}{\text{Bogført værdi af egenkapital}}$$

$$3.10) \frac{P}{E} = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\frac{K}{I}}{ROE} \quad \text{hvor af} \quad ROE = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Bogført egenkapital}_{\text{ultimo}}}$$

Her viser K/I forholdet mellem markedsværdien og den bogførte værdi af egenkapitalen, mens P/E angiver hvor meget man skal betale for en krone af selskabets overskud.¹²¹ Disse multipler anvendes i høj grad i forbindelse med prisfastsættelse af børsnoterede selskabers aktier, og er derfor interessante at undersøge i forhold til porteføljeselskaberne, da de kan give en indikation af selskabernes værdi.

Markedsværdien af egenkapitalen findes ud fra transaktionsmultiplens værdiansættelse af EV hvorefter NIBD og minoriteter fratrækkes. Dette sker ud fra antagelsen af, at markedsværdien af NIBD er den samme som den bogførte værdi ultimo året, hvilket er i overensstemmelse med den måde, som databasen FactSet finder enterprise value på for de børsnoterede selskaber per 31. december 2011, jf. afsnit 3.3.2.2. Sammenlignelighedsgrundlaget vil altså være ens i analysen.

Yderligere er analyseperioden som udgangspunkt den samme som ved EVA-analysen, men selve analysens konklusioner vil blive foretaget på 2011. I dekomponeringen af multiplerne vil deres udvikling undersøges, hvilket indebærer at perioden 2008-2010 også inddrages. Med 2011 som primært analyseår og med frasorteringen af selskaber med negativ EBITDA og EBIT undersøger analysen 63 porteføljeselskaber, som kan ses i bilag M.

3.3.2.1 Estimat af EV/EBITDA

Valget af transaktionsmultiplen EV/EBITDA er fundamental for hele multipelanalysen. Selve multiplen er fundet ved hjælp af databasen Mergermarket, som indeholder data fra offentliggjorte transaktioner og virksomhedshandler rundt omkring i verden. Dog offentliggøres handelsværdierne sjældent i forbindelse med kapitalfondenes opkøb og exits. Dette medfører at antallet af

¹²⁰ Petersen og Plenborg (2012), side 229 og Investopedia (2013)

¹²¹ Brealey, Myers og Allen (2011), side 920 og 922

offentliggjorte danske transaktionsmultipler er lavt, hvilket kan give en skæv fortolkning af den gennemsnitlige pris, som PE-fondene handler selskaberne til. Derfor har det været nødvendigt at foretage nogle antagelser, der bevirker, at antallet af offentliggjorte multipler forøges.

Først og fremmest er det antaget, at handler i Nordamerika, EU, Norge og Schweiz kan sammenlignes med handler i Danmark, hvilket gør, at en betydelig større andel transaktionsmultipler inddrages. Samtidig er der for hvert af de undersøgte porteføljeselskaber foretaget en brancheinddeling, der stemmer overens med den brancheinddeling, som Mergermarket benytter. Derfor har det været muligt at se på forskelle i multiplernes størrelse afhængigt af selskabernes brancher. Dette giver et mere retvisende billede af handelsværdierne idet der eksempelvis kan være stor forskel på multiplen i softwarebranchen i forhold til medicinalbranchen.

Selve multiplerne er beregnet af Mergermarket indenfor de givne kriterier, og her angives de som et simpelt gennemsnit, en median og et justeret gennemsnit, hvor af det justerede gennemsnit er det simple gennemsnit fratrasket 2,5 % top/bund.¹²² Dette sker indenfor de forskellige salgsmuligheder *trade sales (TS)*, *secondary buy-outs (SBO)* og *børsnoteringer (IPO)*. TS er salg til industrielle investorer, mens SBO'er er kendetegnet ved frasalg til andre kapitalfonde.

I analysen benyttes et årligt gennemsnit af medianen og det simple gennemsnit for TS og SBO, da der derved foretages en udjævning af de forskelle, som kan opstå mellem median og gennemsnit. De mindre hyppigt forekommende IPO'ers multipler er udeladt, da de ofte er meget store, hvilket vil medføre støj i analysegrundlaget.

Det anvendte gennemsnit er altså taget for de transaktionsmultipler, som er rapporteret i Nordamerika, EU, Norge og Schweiz indenfor de brancher, der passer til porteføljeselskaberne. Det har resulteret i, at handler i 2011 har benyttet EV/EBITDA-multipler på mellem 6,8 og 16,3 afhængig af branche. Samme fremgangsmåde er benyttet i følsomhedsanalysen, hvor EV/EBIT undersøges, jf. afsnit 3.4.

De fundne multipler skal sammenlignes med børsnoterede selskabers multipler, for at undersøge og sammenligne porteføljeselskabernes performance i forhold til disse. Derfor er det vigtigt, at foretage en sortering af de børsnoterede selskaber, som er sammenlignelig med porteføljeselskaberne.

¹²² Mergermarket (2013)

3.3.2.2 Børsnoterede selskaber

Data for de børsnoterede selskaber er trukket gennem databasen FactSet per 31. december 2011, da 2011 er det primære analyseår. Dog er der foretaget en yderligere sortering, da selskaber med negativ EBIT og EBITDA er frasorteret. I den sammenhæng er selskaber, som har haft positiv EBITDA, men negativ EBIT også sorteret fra, da der ønskes kongruens mellem nærværende analyse og følsomhedsanalysens grundlag. Samtidig er 14 selskaber, som har et EV/EBITDA på over 20 og EV/EBIT på over 40 også fjernet, da disse vil skabe støj i sammenlignelighedsgrundlaget. Dette har ført til, at 64 børsnoterede virksomheder inddrages i analysen, hvilket er et mere end de undersøgte porteføljeselskaber.

De ønskede multipler er beregnet direkte ud fra FactSets udtrukne data, da børsnoterede virksomheders informationer er offentlig tilgængelige. EV er angivet som antallet af udstedte aktier ganget med lukkekursen for 2011 tillagt minoriteter og NIBD, mens K/I og P/E er beregnet ud fra formel 3.9 og 3.10. De børsnoterede selskaber og deres multipler kan ses i bilag N.

Selve sammenlignelighedsgrundlaget er beregnet på to forskellige måder. Først og fremmest er der, som ved estimeringen af beta i afsnit 3.2.2.3.2.3, udarbejdet multipel-grids baseret på de børsnoterede selskabers egenkapital og gearing. Disse grids viser EV/EBITDA, NIBD/EBITDA, K/I og P/E, og kan ses i bilag O.

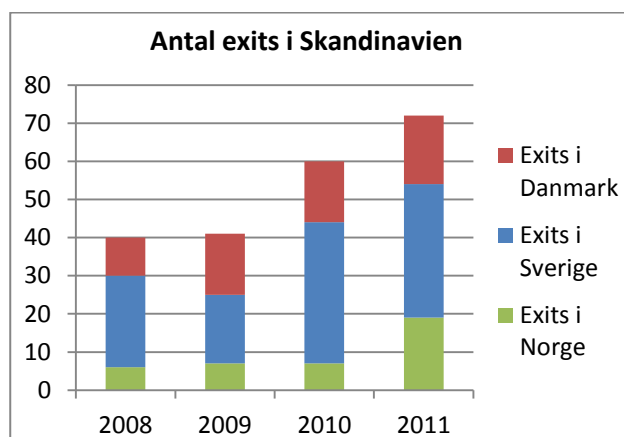
Derudover er der foretaget en peer-group sammenligning, som indebærer en sammenligning af porteføljeselskaber og børsnoterede virksomheder i sammenlignelige brancher. Her er der, hvor det er muligt, foretaget konkrete valg i forhold til hvilke børsnoterede selskaber, som de enkelte PE-ejede selskaber kan relatere sig til. I bilag M er både sammenligningen via grids og peer groups angivet, og de gennemsnitlige betragtninger vil blive analyseret straks nedenfor.

3.3.3 Multipelanalyse

I Skandinavien har kapitalfondenes M&A-aktivitet været stigende siden 2009, hvilket ses ud fra køb og salg af virksomheder i perioden 2008-2011. I figur 3.8 og figur 3.9 er antallet af opkøb og exits for alle kapitalfonde, som har opereret på de skandinaviske markeder angivet. Her ses det tydeligt, at Sverige klart er den største spiller i Skandinavien, da de i gennemsnit indestår for over 50 % af alle handler. Samtidig er det også interessant at se, at PE-fondene igen er begyndt at frasælge deres selskaber idet, at antallet af exits i 2010 og 2011 er steget betydeligt i forhold til 2008 og 2009. Dette giver en klar indikation af finanskrisens indflydelse på den driftsmæssige performance i

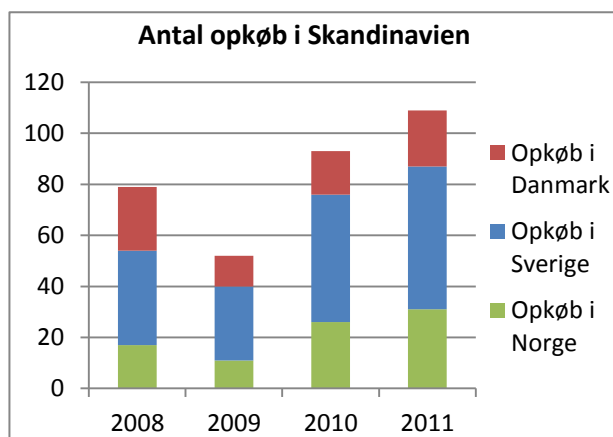
porteføljeselskaberne og tilbageholdenheden fra industrielle købere og investorer. Desuden er kapitalfondene også begyndt at investere mere, hvilket tydeligt ses på fordoblingen af opkøbsaktivitet i 2011 i forhold til 2009.

Figur 3.8: Exits i Skandinavien



Kilde: Mergermarket (2013)

Figur 3.9: Opkøb i Skandinavien



Kilde: Mergermarket (2013)

Som nævnt i afsnit 3.3.2.1, så har antallet af exits i Danmark eller i Skandinavien ikke været nok til at udlede transaktionsmultipler. Derfor er Nordamerika, EU og Schweiz også inddraget i forhold til de brancher, som de danske porteføljeselskaber opererer i. Dette har givet EV/EBITDA exitmultipler i 2011 på mellem 6,8 og 16,3 og med et gennemsnit på 10,4. De 6,8 ses i minedrift og de 16,3 er indenfor energi, mens de resterende branchers EV/EBITDA primært ligger mellem 8-12.

Ses der på NIBD/EBITDA, som angiver gældssætningsgraden i porteføljeselskaberne, så er denne i gennemsnit 1,9, hvilket kan fortolkes som, at porteføljeselskaberne i gennemsnit skal bruge 1,9 år på at tilbagebetale deres gæld, hvis EBITDA holdes konstant.¹²³ Multiplen her varierer en del idet der er stor forskel på EBITDA- og NIBD-niveau for de forskellige selskaber.

De egenkapitalsbaserede multipler K/I og P/E er beregnet til hhv. 3,6 og 20,3 i gennemsnit. Det vil sige, at porteføljeselskaberne i gennemsnit har en markedsværdi på 3,6 gange mere end den bogførte egenkapital, mens aktionærerne i gennemsnit betaler 20,3 kr. per én kroners overskud.

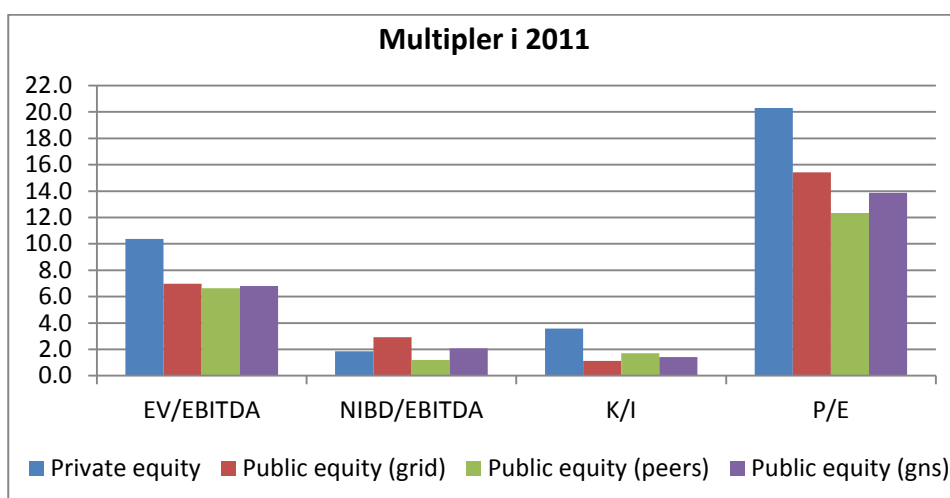
I figur 3.10 er sammenligningen med de børsnoterede selskaber for 2011 angivet. Figuren viser tydeligt, at de kapitalfondsejede selskaber opererer med højere gennemsnitlige multipler i forhold til de børsnoterede virksomheders markedsfastsatte multipler. Sammenligningen er både baseret på grids og peer groups samt et gennemsnit af disse to. Analysen viser, at de børsnoterede

¹²³ Investopedia (2013)

virksomheder i gennemsnit ligger på en EV/EBITDA mellem 6,6-7,0, en NIBD/EBITDA mellem 1,2-2,9, en K/I på 1,1-1,7 og en P/E på 12,3-15,4.

Faktisk er porteføljeselskabernes multipler højere i alle tilfælde undtagen mht. NIBD/EBITDA for de børsnoterede virksomheder baseret på griden. Ses der på gennemsnittet mellem grid og peer groups, så er NIBD/EBITDA dog på niveau med porteføljeselskabernes, hvilket indikerer, at gældsætningen i PE-fondsejede selskaber ikke er væsentlig anderledes end for de børsnoterede selskaber.

Figur 3.10: Multipler i 2011



Kilde: Mergermarket (2013), FactSet (2013) og egen tilvirkning

Multipelanalysen viser altså, at ikke nok med, at PE-fondenes porteføljeselskaber har haft stigende EVA, så har de i 2011 præsteret højere multipler end sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Dette skyldes primært, at de PE-ejede selskaber handles til højere multipler, hvilket må indikere, at kapitalfondene i et vidst omfang tilfører væsentlig økonomisk værdi, da det er muligt for dem, at sælge porteføljeselskaberne til højere priser end tilsvarende børsnoterede virksomheder kan handles for. Salget af selskaberne vil kun ske til højere priser, hvis en køber finder deres performance og potentiale sund og rentabel.

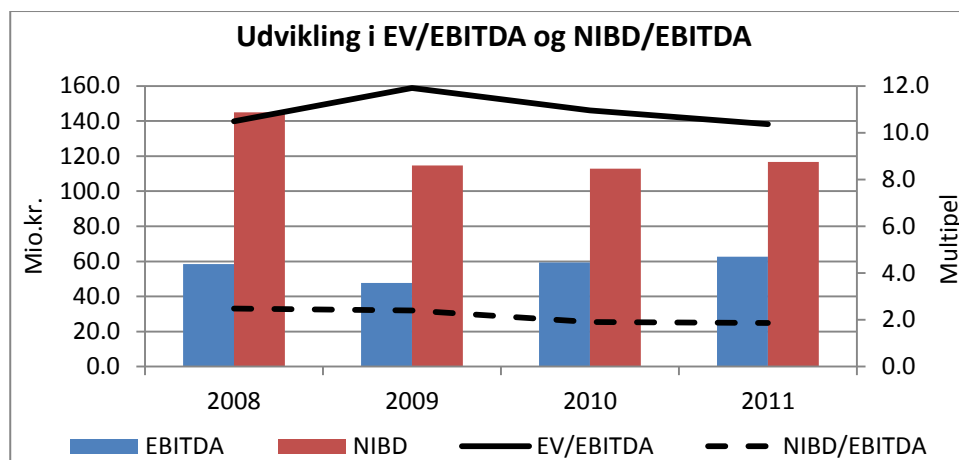
Resultaterne i figur 3.10 skal altså ses i lyset af resultaterne fra EVA-analysen, da multiplerne netop komplementerer disse konklusioner. Hvad der driver disse multipler vil blive behandlet nærmere i dekomponeringen nedenfor, mens følsomhedsanalysen vil undersøge EV/EBIT, for at se om, at de samme konklusioner kan drages i forhold til denne multipel.

3.3.4 Dekomponering af multipler

De forskellige multipler afhænger hver især af selskabernes regnskabsmæssige poster, markedsværdier og udviklingen i transaktionsmultiplerne på markedet. Denne dekomponering vil forsøge at give et indblik i de primære drivere, som har medført det netop analyserede multipelniveau.

Figur 3.11 viser udviklingen af EV/EBITDA og NIBD/EBITDA's komponenter i analyseperioden 2008-2011. I figuren ses det, at porteføljeselskaberne i gennemsnit har genereret et højere EBITDA i 2011 i forhold til tidligere år, mens transaktionsmultiplen er faldet siden 2009-niveauet på 11,6 til de 10,4 i 2011. Beregnes den gennemsnitlige EV for selskaberne i analyseperioden, så ses det, at EV er højest i 2010 og 2011, hvilket betyder, at stigningen i EBITDA har været forholdsmæssigt større end faldet i transaktionsmultipel. At 2010 har en større multipel, men et EV-niveau på størrelse med niveauet for 2011, viser at EV har været drevet af gennemsnitlig højere driftsindtjening.

Figur 3.11: Udvikling i EV/EBITDA og NIBD/EBITDA

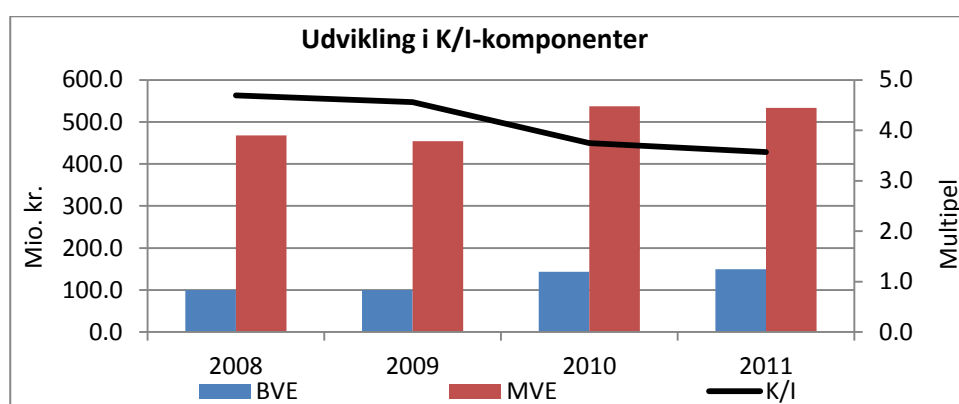


Kilde: Mergermarket (2013) og egen tilvirkning

Faldet i EV/EBITDA kan selvfølgelig skyldes flere forskellige forhold, men dét at porteføljeselskaberne performer bedre, mens transaktionsmultiplen falder, indikerer, at køberne er blevet mere påpasselige med at betale store summer for virksomheder, der ikke genererer sunde driftsmæssige resultater. Ses der på gældsætningsgraden, så er denne faldet med 25 % siden 2008, hvilket både skyldes det bedre EBITDA, men også mindre NIBD. Dette kan ses som et resultat af, at PE-fondene har haft vanskeligere ved at geare selskaberne qua de sværere lånebetingelser i markedet. EBITDA/NIBD i 2011 for de undersøgte selskaber er på niveau med 2010.

De egenkapitalsbaserede multipler afhænger af de fundne EV-værdier samt de gennemsnitlige værdier for egenkapital og ROE. K/I er eksempelvis drevet af størrelsen på den bogførte egenkapital og markedsværdien, der afhænger af EV og NIBD. I figur 3.12 er udviklingen af K/I's komponenter angivet, og her ses det, at K/I er faldet i forhold til tidligere år i. Dette skyldes, at markedsværdien af porteføljeselskabernes egenkapital er faldet mere i 2009 og 2011 samt steget mindre i 2010 i forhold til stigninger og fald i den gennemsnitlige bogførte egenkapital. Faldet i 2011 skyldes, at NIBD blev forøget, mens at EV var på nogenlunde niveau med 2010 grundet den lavere transaktionsmultipl.

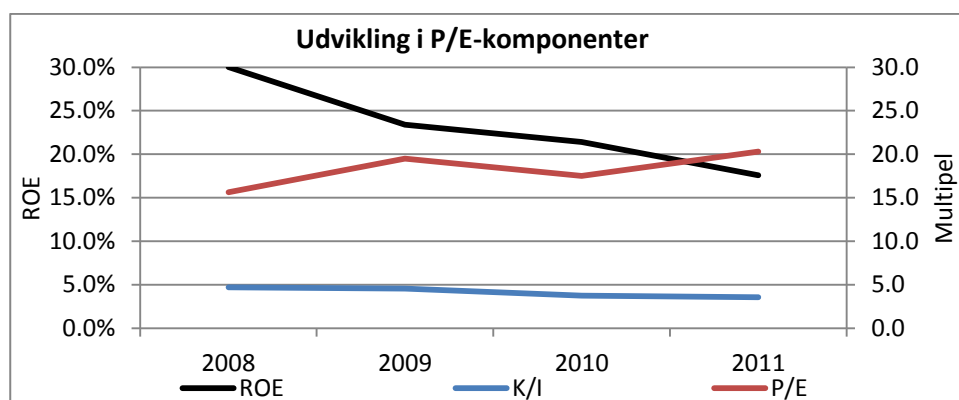
Figur 3.12: Udvikling i K/I-komponenter



Kilde: Egen tilvirkning

P/E afhænger af udviklingen af K/I og faldet heri vil som udgangspunkt drive P/E ned, hvis ROE holdes konstant. Dog er den gennemsnitlige ROE for porteføljeselskaberne alt andet end konstant, hvilket giver sig udslag i P/E's udvikling. Figur 3.13 viser P/E's komponenter, og her er det tydeligt, at ROE er faldet markant siden 2008. Da K/I er faldet forholdsvis mindre end faldet i ROE, så er tællerens størrelse i forhold til nævneren blevet større, hvilket forøger P/E, jf. formel 3.10.

Figur 3.13: Udvikling i P/E-komponenter



Kilde: Egen tilvirkning

P/E er altså forøget i analyseperioden som følge af, at ROE er faldet forholdsvis mere end K/I. Faldet i ROE skal ses i relation til, at den gennemsnitlige egenkapital er vokset med 50 % siden 2008, som et resultat af at flere selskaber er blevet inddraget i analysen, mens det gennemsnitlige årsresultat er faldet med 12 %. Alt dette har altså ført til, at aktionærerne skal betale 30 % mere for en kroners indtjening i 2011 i forhold til 2008, hvilket vil sige, at en andel af porteføljeselskabernes årsresultat er blevet mere værd.

Om samme konklusioner kan drages ud fra EV/EBIT, vil blive behandlet i følsomhedsanalysen nedenfor. Her vil de usikre EVA-parametre i 2011 også undersøges, for at se på hvor stor en effekt ændringer i disse værdier vil medføre mht. analyseresultaterne.

3.4 Følsomhedsanalyse

EVA-analysen indebærer flere usikre parametre især i forhold til WACC, mens multipelanalysen inddrager usikkerhed i form af dets estimat af transaktionsmultiplen. Nærværende følsomhedsanalyse vil derfor forsøge at behandle disse usikkerhedsmomenter for analyseåret 2011 vha. hhv. procentvise ændringer og brug af multiplen EV/EBIT.

Resultaterne i EVA-analysen afhænger meget af estimeringen af WACC, som er afhængig af de usikre parametre β , r_m og r_d . Samtidig kan ROIC risikeres at være estimeret for højt eller lavt pga. manglende normaliseringer og justeringer til NOPAT og investeret kapital. Derfor vil EVA være påvirket af ændringer i disse parametre, hvilket kan ses i figur 3.14, hvor der er foretaget procentvise ændringer fra -10 % til +10 %. Da det må antages, at usikkerheden ved WACC er større end ved ROIC, så er det valgte resultatområde vurderet til at være i intervallet [-6%;+6%] for WACC og [-2%;+2%] for ROIC, som markeret i figuren.

Figur 13.14: Følsomhedsanalyse for EVA

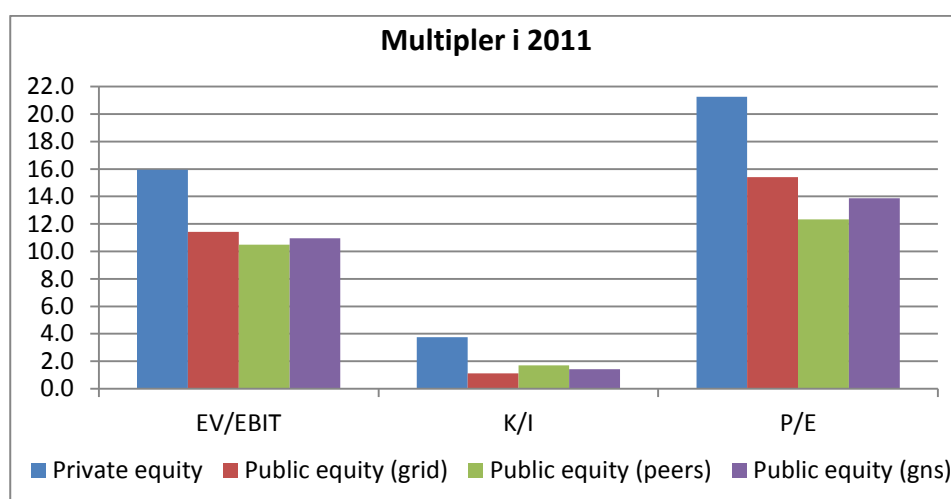
EVA	WACC										
ROIC	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	+2%	+4%	+6%	+8%	+10%
-10%	4,3	4,0	3,6	3,3	2,9	2,6	2,3	1,9	1,6	1,3	0,9
-8%	4,7	4,4	4,1	3,7	3,4	3,0	2,7	2,4	2,0	1,7	1,4
-6%	5,2	4,8	4,5	4,1	3,8	3,5	3,1	2,8	2,5	2,1	1,8
-4%	5,6	5,3	4,9	4,6	4,2	3,9	3,6	3,2	2,9	2,6	2,2
-2%	6,0	5,7	5,4	5,0	4,7	4,3	4,0	3,7	3,3	3,0	2,7
0%	6,5	6,1	5,8	5,5	5,1	4,8	4,4	4,1	3,8	3,4	3,1
+2%	6,9	6,6	6,2	5,9	5,5	5,2	4,9	4,5	4,2	3,9	3,5
+4%	7,3	7,0	6,7	6,3	6,0	5,6	5,3	5,0	4,6	4,3	4,0
+6%	7,8	7,4	7,1	6,8	6,4	6,1	5,7	5,4	5,1	4,7	4,4
+8%	8,2	7,9	7,5	7,2	6,8	6,5	6,2	5,8	5,5	5,2	4,8
+10%	8,6	8,3	8,0	7,6	7,3	6,9	6,6	6,3	5,9	5,6	5,3

Kilde: Egen tilvirkning

Det markerede resultatområde viser, at ved relevante ændringer i WACC og ROIC, så opnås EVA-værdier på mellem 3,3-6,2 mio. kr., hvilket svarer til 45,5 % større og 22,6 % mindre end den gennemsnitlige værdi på 4,8 mio. kr., som afsnit 3.2.3 beregnede for de undersøgte porteføljeselskaber i 2011. Tages usikkerheden i betragtning, så formår kapitalfondenes selskaber altså at generere en gennemsnitlig økonomisk værdi på minimum 3,3 mio. kr. og maksimum 6,2 mio. kr. i 2011.

Ses der på multipelanalysen, så blev estimeret af transaktionsmultiplen EV/EBITDA brugt til at udregne K/I og P/E for derefter at sammenligne med sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Ud fra samme fremgangsmåde, som beskrevet i afsnit 3.3.2, så inddrager følsomhedsanalysen EV/EBIT, for at undersøge, om denne multipl giver samme billede som EV/EBITDA. Figur 3.15 viser resultaterne for EV/EBIT for både de undersøgte porteføljeselskaber og sammenlignelige børsnoterede virksomheder.

Figur 3.15: Følsomhedsanalyse for multipler



Kilde: Mergermarket (2013), FactSet (2013) og egen tilvirkning

Figuren viser, at den gennemsnitlige EV/EBIT for de undersøgte porteføljeselskaber ender på 16,0, hvilket er mellem 40-52 % højere end for de børsnoterede virksomheder. EV/EBIT-multiplen benyttes efterfølgende til at beregne K/I og P/E, og her er begge multipler også væsentlig højere end de tilsvarende multipler for de børsnoterede selskaber. Ud fra EV/EBIT, så ligger K/I på 3,7 i gennemsnit, hvilket er på nogenlunde niveau med afsnit 3.3's beregnede K/I, mens den gennemsnitlige P/E på 21,3 er 1,0 højere end afsnittets fundne P/E. Brugen af EV/EBIT fører altså til de samme konklusioner, som ved brug af brug af EV/EBITDA. Hele analysens resultater og de dertilhørende overvejelser vil blive diskuteret nærmere nedenfor.

3.5 Diskussion af analyseresultater

Porteføljeselskabernes evne til at skabe økonomisk værdi til aktionærerne er i 2011 steget til 4,8 mio. kr. i gennemsnit per selskab, hvilket er en væsentlig stigning siden 2009, men dog et lavere niveau sammenlignet med 2008. Dette skal ses i relation til finanskrisens indflydelse efter 2008, hvor især detailhandel og produktion har været hårdt ramt af lavere købevillighed hos kunderne.

Især brancherne inden for tøj og møbler har været særligt udsat, da forbrugerne ikke længere køber disse produkter i samme omfang. Dette ses tydeligt i fordelingen af EVA på hovedområde og branche, hvor selskaber som Iddesign A/S og PWT A/S har performet særlig dårligt. Dertil må de dårlige resultater og det negative EVA hos smykkevirksomheden Spinning Jewelry A/S også nævnes, da den urentable forretning førte til, at selskabet blev begæret konkurs i maj 2013.

Disse selskabers dårlige EVA-resultater har stor indflydelse på det samlede gennemsnit i analysen, og sorteres selskaber i møbel, tøj og smykkebranchen fra, så stiger den gennemstilige EVA i 2011 til 8,8 mio. kr. Overordnet set, så viser analysen dog, at en positiv trend er i gang, da værdien af EVA er stigende.

Samtidig har EVA-analysen også vist, at det er de store kapitalfonde, primært fra Sverige, UK og USA, som bidrager til værdiskabelsen. Dette indikerer, at de er bedre til at håndtere finansiell usikkerhed og implementere ændringer i den daglige drift i takt med markederne ændrer sig. Samtidig vil deres større kapitalberedskab også være en væsentlig fordel, idet at nødvendige tiltag kan blive iværksat uden, at yderligere kapitaltilsagn skal skaffes.

Den gennemsnitlige EVA skal dog også ses ud fra, at porteføljeselskaber er ejet i forskellige perioder, hvilket kan have væsentlig indflydelse på evnen til skabe økonomisk værdi for ejerne. Størrelsen på EVA kan derfor afhænge meget af i hvor lang tid selskaberne har været under PE-fondenes ejerskab og dermed haft indflydelse på den forretningsmæssige strategi og drift.

De undersøgte selskaber, som er opkøbt i 2010 og derfor kun er ejet i et år af analyseperioden, har i gennemsnit genereret EVA på 5,7 mio. kr. Sammenlignes de 5,7 mio. kr. med de 4,8 mio. kr., så kan forøgelsen meget vel skyldes, at PE-fondene ikke opkøber yderst urentable forretninger. Efter finanskrisen har flere virksomheder været ramt på driften, og derfor indikerer resultatet, at kapitalfondene ikke opkøber alt dårligt performende selskaber, som de ikke kan rette op på. At den gennemsnitlige EVA for porteføljeselskaberne er lavere end den for de 1-årigtejede selskaber, kan

også tyde på, at de selskaber, som er ejet under finanskrisen, stadig er påvirket på indtjeningen i 2011.

Yderligere har de selskaber, som er blevet solgt i 2012 og 2013 i gennemsnit skabt EVA på 20,2 mio. kr., hvilket indikerer, at kapitalfondene har udnyttet deres aktive ejerskab til at kreere sunde selskaber, som er blevet gjort klar til salg. Et salg, der går ud på, at sikre investorerne et acceptabelt afkast, men også at videregive et selskab, der kan performe effektivt i fremtiden.

Tages usikkerhedsmomenterne i EVA's parametre i betragtning, så vil den økonomiske værdiskabelse i 2011 ligge på mellem 3,3-6,2 mio. kr. Dette viser, at selv i analysens worst case scenarie, med de 6 % højere WACC og 2 % lavere ROIC, så vil porteføljeselskaberne i gennemsnit give økonomisk profit på 3.3 mio. kr. til aktionærerne.

Resultaterne i multipelanalysen viser, at de PE-fondsejede selskaber handles til højere multipler end sammenlignelige børsnoterede virksomheder i 2011. Her er det især interessant, at EV/EBITDA for de undersøgte porteføljeselskaber ligger på 52,5 % over den gennemsnitlige EV/EBITDA for lignende børsnoterede virksomheder. Dertil ligger porteføljeselskabernes estimerede K/I og P/E på 3,6 og 20,3, hvilket er hhv. 152,6 % og 46,4 % større end de tilsvarende multipler for de børsnoterede virksomheder, hvis multipler dog også er påvirket af børsrelaterede forhold, såsom aktiernes omsættelighed, investorernes forventninger, markedskonjunkturer og lignende.

Multipelanalysen komplementerer dermed EVA-analysen idet resultaterne viser, at PE-fondenes porteføljeselskaber ikke blot skaber økonomisk værdi til deres aktionærer, men også handles til højere multipler end lignende børsnoterede virksomheder. Dette indikerer, at kapitalfondene tilfører økonomisk værdi i ejerskabsperioden, idet at potentielle købere er villige til at betale højere priser ved eventuelle opkøb. Tages EVA for præcis de samme selskaber, som er undersøgt i multipelanalysen, så fås et EVA i 2011 på 13,1 mio. kr., hvilket er væsentlig højere end den gennemsnitlige EVA for alle porteføljeselskaberne. Her er det selvfølgelig vigtigt at påpege, at det er de veldrevne selskaber, som er blevet undersøgt i multipelanalysen, men faktum er, at fremgangsmåden er den samme, som for de sammenlignelige virksomheder noteret på børsen.

Niveauet for NIBD/EBITDA viser samtidig, at der ikke er den store forskel i gældsætningsgraden for de kapitalfondsejede selskaber og de børsnoterede virksomheder. Samtidig er denne multipels niveau faldet siden 2008, hvilket gør, at selskabernes driftsmæssige indtjening kan dække den

rentebærende gæld hurtigere end før. I den sammenhæng viser EVA-analysen, at den gennemsnitlige gearing i 2009 og 2010 for porteføljeselskaberne er faldet ift. 2008, hvilket indikerer, at lånevilkårene hos bankerne har været sværere i disse år grundet den finansielle usikkerhed. I 2011 er den gennemsnitlige gearing igen steget, så her har kapitalfondene derimod haft bedre mulighed til at geare deres porteføljeselskaber. Dette er i overensstemmelse med DVCA's angivelse af forholdet mellem egenkapital og gæld, jf. figur 2.3 i kapitel 2.

3.6 Delkonklusion

Ovenstående analyse har undersøgt kapitalfondenes porteføljeselskaber og deres evne til at generere økonomisk værdi gennem EVA og multipler. Ud fra denne analyse kan det konkluderes, at de PE-fondsejede selskaber i gennemsnit har genereret EVA på mellem -3,6 og 6,5 mio. kr. i analyseperioden, hvoraf tendensen siden 2009 har været stigende til et niveau på 4,8 mio. kr. i 2011. Denne stigning har primært været drevet af nedgang i selskabernes WACC, hvilket skyldes lavere afkastkrav på egen- og fremmedkapitalen. Følsomhedsanalyse af de usikre parametre i EVA-analysen har yderligere vist, at selvom der justeres på disse parametre, så har porteføljeselskaberne i 2011 skabt EVA på mellem 3,3-6,2 mio. kr.

Derudover har en analyse af multipler vist, at de PE-fondsejede selskaber handles til væsentlig højere multipler end sammenlignelige børsnoterede virksomheder i 2011. Dette gælder de EV-relaterede multipler EV/EBITDA og EV/EBIT samt de egenkapitalsbaserede multipler K/I og P/E. Dertil viser analysen af NIBD/EBITDA, at gældsætningen for porteføljeselskaberne ikke afviger meget i forhold til den tilsvarende multipl for lignende selskaber på børsen. Multiplerne har primært været drevet af højere EBITDA, da transaktionsmultiplen er faldet, mens den gennemsnitlige EV er øget. Samtidig har faldet i den EV afledte K/I været forholdsvis mindre end faldet i ROE, hvilket har forøget P/E.

Alt i alt kan det derfor konkluderes, at porteføljeselskaberne har skabt økonomisk værdi gennem både EVA og multipler, primært drevet af mindre WACC, stigning i EBITDA og et større fald i ROE i forhold til K/I. Finanskrisen har uden tvivl også haft sin indflydelse på porteføljeselskaberne, hvilket ses i analysens resultater for 2009 og 2010. Dog indikerer den stigende tendens i 2011, at kapitalfondene og deres selskaber har overvundet de værste perioder og derfor går en lysere fremtid i møde.

Kapitel 4: Samspillet med det danske erhvervsliv

4.1 Indledning

Kapitalfondene har næsten ubegrænsede midler til at foretage opkøb, som de mener, kan opfylde deres opkøbsstrategier og dermed generere et større afkast til deres investorer ved et efterfølgende frasalg. Dette kræver selvfølgelig, at target-selskaberne har et udviklingspotentiale, men i forhold til branche og størrelse synes der ikke længere nogen begrænsning.¹²⁴ Med ubegrænsede muligheder burde PE-fondene derfor kunne gøre, som det passer dem inden for lovens ramme. Dog har forskellige elementer haft en væsentlig indflydelse på kapitalfondenes handlinger i det danske erhvervsliv.

Det danske erhvervsliv er i høj grad præget af styring fra kapitalmarkedet, hvilket primært viser sig gennem fire hovedelementer; skabelse af *shareholder value*, *markedet for virksomhedskontrol*, *corporate governance* og anvendelsen af aktiebaseret *incitamentsaflønnning*.¹²⁵ I den sammenhæng vil nærværende kapitel især fokusere på markedet for virksomhedskontrol, da det er interessant at belyse PE-fondenes muligheder for at overtage forskellige typer af danske virksomheder, som eventuelt ikke får udnyttet deres potentiale fuldt ud. Dertil vil skabelse af *shareholder value* og *corporate governance* inddrages i forhold til disse elementers rolle i samspillet mellem det danske erhvervsliv og PE-fondene. Incitamentsaflønnningen vil ikke behandles nærmere, hvorfor der i stedet henvises til ekstern litteratur.

Derudover har mange kritikere været ude og tilkendegive deres kritik af PE-fondene, da de mener, at deres kapitalistiske kynisme og opportunistiske adfærd ikke er samfundsmæssig gavnlig, og kun genererer store økonomiske gevinster for PE-fondenes partnere og investorer. Samtidig har behovet for mere information bevirket, at offentligheden har en stadig skeptisk holdning til kapitalfondenes ageren og samspil med det danske erhvervsliv. Denne kritiske tilgangsvinkel til PE-fondene vil yderligere være en vigtig bestanddel af nærværende kapitel.

4.2 Markedet for virksomhedskontrol

Selve essensen af markedet for virksomhedskontrol går ud på, at købere afgiver købstilbud til de nuværende aktionærer, ud fra en forventning om, at de som ejere kan drive selskabet bedre ved at udføre aktivt ejerskab og erstatte den siddende ledelse, der ikke performer optimalt.¹²⁶ Med andre

¹²⁴ Spliid (2007), side 48

¹²⁵ Møller og Nielsen (2004), side 12

¹²⁶ Rose (2002), side 91

ord, så kan markedet for virksomhedskontrol betegnes som en handelsplads for ejerrettigheder. Dette giver et incitament for ledelsen til at drive selskabet så godt som muligt, da den ellers vil blive erstattet af mere kompetente personer, som kan forvalte selskabets ressourcer bedre. Selve idéen bag det perfekte marked for virksomhedskontrol er baseret på idéen om ”one share-one vote”, som indebærer, at andelen af stemmerettigheder i et selskab proportionalt følger størrelsen på aktieposten.¹²⁷

Det danske marked for virksomhedskontrol er dog kendetegnet ved, at flere selskaber benytter *overtagelsesværn* i form af forskellige aktieklasser, fortegningsrettigheder, stemme- og ejerskabsbegrænsninger m.m.¹²⁸ Disse overtagelsesværn medfører, at selskaberne ikke direkte kan overtages ved opkøb af størstedelen af selskabets udstedte aktier da der kan være forskelle i aktiernes betydning på generalforsamlingen. Ofte ejes størstedelen af de stemmeberettigede aktier af fonde, som eksempelvis er etableret til at videreføre grundlæggerens formål med virksomheden. Dette kan også ses som et overtagelsesværn, da muligheden for at få selskabet til at performe endnu bedre kan være begrænset af fondens ejerskabstilgang.

Overtagelsesværnene er samtidig fastsat i selskabernes vedtægter, hvilket ud fra den danske selskabslov kræver dobbelt 2/3's flertal på generalforsamlingen for ændring.¹²⁹ En ændring af vedtægterne er altså en væsentlig procedure for et selskab, og overtagelsesværnene kan derfor være umulige at få ændret, hvis en majoritetsaktionær ikke føler for et opkøb. På denne måde modarbejder de danske overtagelsesværn altså den perfekte teori om markedet for virksomhedskontrol.

Udover de grundlæggende overtagelsesværn, der er fastsat i selskabernes vedtægter, og som gælder for alle aktieselskaber, så findes der yderligere indirekte overtagelsesværn for de børsnoterede virksomheder. Værdipapirhandelslovens § 31 er den såkaldte *tilbudspligt*, som indebærer, at ved overdragelse af en aktiepost, som medfører bestemmende indflydelse i selskabet, der skal erhververen tilbyde de øvrige aktionærer, at kunne afhænde deres aktier på identiske vilkår. Denne bestemmelse kan være yderst omkostningstung for opkøbende selskaber, og kan derfor føre til, at opkøb droppes pga. den høje pris. Dertil hører flagningsreglerne i både selskabsloven og

¹²⁷ Rose (2002), side 91

¹²⁸ Rose og Meyer (2003), side 339

¹²⁹ Selskabsloven § 106

værdipapirhandelsloven, som kræver offentliggørelse af ændringer af aktieposter på over 5 %, hvilket bevirker, at opkøb ikke kan foretages diskret.¹³⁰

Offentliggørelse af informationer har især væsentlig indflydelse på de børsnoterede selskaber, da disse er underlagt streng regulering mht. videregivelse og misbrug af intern viden. Den strengere regulering er ikke de eneste ulemper, som de børsnoterede virksomheder må påtage sig i forhold til privatejede selskaber. Der er høje omkostninger forbundet med at blive og være børsnoteret og det er ressourcekrævende at holde de krævende investorer oplyst. Dertil hører krav om offentliggørelse af markedsrelevante information, hvilket kan udnyttes af konkurrenter og interessekonflikter i det spredte ejerskab.¹³¹

Dog indebærer det at være børsnoteret også en række fordele, hvilket især omhandler frembringelse af langsigtet kapital og billigere finansiering ud fra egenkapitalforøgelse. Desuden så forøges markedsværdien også gennem den lettere omsættelighed samtidig med at virksomhedens omdømme ofte forbedres primært qua transparente informationer. Endelig så har aktionærerne nemmere ved at udtræde af virksomheden, men opkøb kan foretages ud fra aktieudstedelse i stedet for kontante betalinger, hvilket ikke påvirker likviditeten.¹³²

De børsnoterede virksomheder er altså underlagt en del specielle forhold, som de privatiserede selskaber ikke er påvirket af på samme måde. Som ovenfor nævnt så indebærer disse forhold både fordele og ulemper, men fælles for dem alle er, at disse forhold har stor betydning for hvordan ejerrettighederne i virksomheder handles som de gør.

Markedet for virksomhedskontrol er samtidig også et marked, som har betydelige transaktionsomkostninger.¹³³ Ofte er den præmie, som betales til de siddende aktionærer, væsentlig højere end først antaget og yderligere kan der være forbundet usikkerhed med selve værdiansættelsen. Dertil kan overtagelsen mislykkes, hvilket stadig indebærer omkostninger til investeringsbanker, advokater og andre rådgivere. Det er derfor vigtigt, at aktørerne på markedet kan kapere disse transaktionsomkostninger, da hele idéen med markedet for virksomhedskontrol ellers ville bryde sammen. I den sammenhæng må transaktionsomkostningerne også ses som et vigtigt element i den faldende andel opkøb i årene efter finanskrisen.

¹³⁰ Selskabsloven § 55 og Værdipapirhandelsloven § 29

¹³¹ PwC (2013)

¹³² PwC (2013)

¹³³ Møller og Nielsen (2004), side 142

De ovenfor nævnte forhold mht. markedet for virksomhedskontrol inkl. børsen vil påvirke kapitalfondenes handlinger mht. opkøb og frasalg, og derfor vil PE-fondenes konkrete samspil med det danske erhvervsliv omtales nærmere i afsnit 4.4. Først vil forskellige kritikeres påstande vedr. PE-fondenes ageren blive belyst, da den måde omverdenen ser PE på, har indflydelse på deres dagligdag.

4.3 Kritik af kapitalfonde

Kapitalfondenes kritikere har primært rettet deres kritik mod den måde, som kapitalfondene opererer på, da denne indebærer gældsfinansierede opkøb og relativt kortsigtede ejerskabsperioder. Kritikken har derfor ofte lydt på, at porteføljeselskaberne blot tømmes for værdier, mens at udnyttelsen af rentefradragsretten i forhold til gældsfinansieringen medfører, at der ikke skabes en samfundsmæssig gevinst.

Især begrebet *asset stripping*, hvor kapitalfondene opsplitter de opkøbte selskaber og efterfølgende sælger delene videre, har mødt stor kritik i USA pga. en opfattelse af dets negative indflydelse på beskæftigelsen.¹³⁴ Dog har en undersøgelse udført af det Teknisk Universitet i München vist, at kapitalfondene ikke er skadelige for beskæftigelsen. Selve undersøgelsen var dog foretaget på vegne af EVCA, hvormed resultatet skal vurderes kritisk.¹³⁵

EU-parlamentet offentliggjorde i marts 2007 en kritisk analyse af kapitalfonde, hvor det netop påpeges, at størstedelen af PE-analyserne er bestilt af kapitalfondene selv eller deres investorgrupper.¹³⁶ I 2007 udkom også den yderst kritiske bog om PE-fondenes handlinger, skrevet af den tidligere danske socialdemokratiske statsminister Poul Nyrup Rasmussen. Bogen sætter store spørgsmålstejn ved kapitalfondenes gældsfinansiering, aggressive opkøbsstrategier, skattemæssige betalinger og værdiskabelse i de opkøbte virksomheder.

Især værdiskabelsen er i fokus, idet den menes ikke at tilfalde samfundet generelt, men kun tilfalder kapitalfondene selv, deres investorer og rådgivere.¹³⁷ Dertil lægger bogen vægt på, at PE-fondene opererer ud fra en grådighed og opportunistisk adfærd, som skal give dem det størst mulige afkast, koste hvad det vil.¹³⁸ Bogens forfatter mener igen, at de samfundsmæssige hensyn lades i stikken til

¹³⁴ Spliid (2007), side 356

¹³⁵ ATP (2006), side 5

¹³⁶ Spliid (2007), side 355 og Rasmussen (2007), side 220

¹³⁷ Rasmussen (2007), side 27

¹³⁸ Rasmussen (2007), side 34

fordel for kapitalistisk afkastgenerering. Udover disse kritiske fremstillinger, så lægger bogen også vægt på den manglende information, som offentligheden mangler for at forstå PE-fondenes ageren. Dette betegnes som en forsætlig uigennemskuelig handlemåde, hvilket er skyld i store markedsfejl og manipulation af markedsbetingelserne.¹³⁹

Interessekonflikten mellem samfundet og kapitalfondene kommer klart til udtryk i bogen, som også fremhæver de store forskelle mellem forsyningsvirksomhedernes langsigtede mål og PE-fondenes kortsigtede strategier.¹⁴⁰ Dertil kommer kritikken af forøgelsen af gælden i den opkøbte virksomhed, som er med til at nedbringe kreditværdighed og geninvesteringsmuligheder, hvilket anses som en tømning af målselskabets kapital. Spliid (2007) angiver dog, at denne *debt push down* ikke ændrer på forholdene på koncernplan, men blot sikrer en ligestilling af målselskabets øvrige kreditorer.¹⁴¹

Efter finanskrisen, hvor flere selskaber og de finansielle markeder har været hårdt økonomisk ramt, har nyere kritikere været ude og give PE-fondene skylden for børsmarkedets inefficiens. Bl.a. nævnes det, at kapitalfondene har en væsentlig del af skylden for det mindre antal danske børsnoteringer, idet de har skræmt de professionelle og private investorer ved børsnoteringer til for høj kurs og store aktiesalg.¹⁴² Artiklen kalder det for en kortsigtet profitmaksimering på investorernes bekostning, hvilket har ført til, at mange SMV'er ikke har mulighed for at få den risikovillige kapital de behøver.

Yderligere har kapitalfondene især haft problemer med deres opkøb i møbel- og tøjbranchen, selvom mange af disse selskaber har haft et stort rationaliseringspotentiale. Dette har medført kritik fra flere købmænd, som anklager fondene for at have drænet kæderne for ”godt købmandskab”, som omhandler tilpasning af butikkernes vareudvalg, bedre indkøb og attraktiv præsentation af varerne.¹⁴³ PE-fondene bebrejdes dermed for kun at kunne udføre regnearksberegninger på omsætning, synergifordele osv., men ikke at kunne se de bagvedliggende faktorer, som spiller ind når der drives butikskæder.

¹³⁹ Rasmussen (2007), side 69

¹⁴⁰ Rasmussen (2007), side 108

¹⁴¹ Spliid (2007), side 32

¹⁴² Ritzau (2013)

¹⁴³ Hansen (2013)

Selvfølgelig har finanskrisen og forbrugernes mindre købevillighed haft en væsentlig indflydelse på disse kæder, men faktum er, at der er flere eksempler på dårlige PE-forretninger i detailhandlen. Dette så også i værdiskabelsesanalysen i nærværende afhandlings kapitel 3.

De ovenfor nævnte eksempler er blot et udkast af de kritiske synspunkter, som kritikere har frembragt mht. kapitalfondene og deres handlinger. Især Poul Nyrup Rasmussens bog tager PE-fondenes ageren op til revision og forlanger andre alternativer og bedre løsninger. Her frembringer han især informationsbehovet, som uden tvivl er en væsentlig del af kapitalfondskritikken.¹⁴⁴

Spørgsmålet er dog, om den hårde kritik egentlig har så meget hold i virkeligheden, og vigtigere er, hvordan kritikken har indflydelse på kapitalfondenes handlinger i fremtiden. Hvis samspillet mellem det danske erhvervsliv og PE-fondene ikke er optimalt, så vil det logiske udgangspunkt være, at PE-fondene finder andre steder at investere i, hvilket vil blive et problem for Danmark.

4.4 Samspillet med det danske erhvervsliv

Der er ingen tvivl om, at kritikken af kapitalfondene skader både deres og porteføljeselskabernes omdømme, især når en stor dansk personlighed, som Poul Nyrup Rasmussen, retter skarp kritik på PE-fondenes forretningsgrundlag. Dog skal nævnes, at denne kritik sætter hedgefonde og kapitalfonde i samme bås, hvilket ikke er hensigtsmæssigt, da de opererer ud fra to forskellige forretningsmetoder. Dette kan vise sig at være en væsentlig udfordring for kapitalfondene, da hedgefondene ikke er lige så afhængige af samme gode image, som PE-fondene.¹⁴⁵

Samtidig må en stor del af kritikken også ses i lyset af deres strategiske formål, som netop ikke er at varetage samfundsmæssige interesser, men i stedet at videreudvikle selskaber med uudnyttet potentiale.¹⁴⁶

Af den grund, må kritikken vedr. PE-fondenes kortsigtede strategier revurderes. Selvfølgelig opererer de ud fra kortsigtede tidshorisonter på 5-7 år, men ses der på selskabsudviklingen, så kan den vise sig at være yderst langsigtet, da de udviklede og omstrukturerede selskaber nu har bedre muligheder for at etablere sig i det danske erhvervsliv og dermed skabe nye arbejdspladser.¹⁴⁷ Hertil har der været en række eksempler på, at kapitalfondsejede selskaber, som er blevet afnoteret fra

¹⁴⁴ Rasmussen (2007), side 224

¹⁴⁵ Rose (2007), side 24

¹⁴⁶ Spliid (2007), side 360

¹⁴⁷ Spliid (2007), side 361

børsen, faktisk har haft mere langsigtede vækststrategier sammenlignet med markedets forventninger.¹⁴⁸ Dette tyder på, at investorerne på børsmarkedet er blevet mere forsigtige, mens PE-fondene udnytter de potentialer de ser.

I forhold til børsmarkedet, så er kritikken vedr., at kapitalfondene har været med til at ødelægge nynoteringer og selve omsætteligheden på markedet, tvetydig. Først og fremmest, så er det korrekt, at kapitalfondene har afnoteret en del store selskaber fra den danske Fondsbørs, og ikke kompenseret med den samme andel nynoteringer, hvilket klart har været til ulempe for børsmarkedet, da investorerne har mindre selskaber at sprede deres risiko på. Dog er det ikke alle selskaber, som er klar til at blive introduceret på børsen. Dette skyldes bl.a., at flere af selskaberne endnu ikke kan leve op til aktieinvestorerens konstante krav om forudsigelige cash flow og vækstpotentialer. I stedet er selskaberne ofte meget mere værd for industrielle købere, som kan udnytte de udviklede selskaber i deres koncernstrategi.¹⁴⁹

Kapitalfondenes samspil med børsmarkedet må ses som et komplementerende samarbejde, hvor institutionelle investorer kan benytte PE som en alternativ investeringsmulighed.¹⁵⁰ Samtidig har PE-fondene alle muligheder for at introducere børsmodne selskaber til den danske Fondsbørs. Et positivt eksempel herpå, er den succesfulde børsnotering af Matas. I den sammenhæng, vurderes det også af eksperter, at flere PE-børsnoteringer blot er et spørgsmål om tid.¹⁵¹

Det er tydeligt ud fra kapitel 3's analyse af værdiskabelse, at kapitalfondene skaber økonomisk værdi i deres porteføljeselskaber. Samtidig viste multipelanalysen, at porteføljeselskaberne handles til højere multipler end lignende børsnoterede virksomheder. Dertil har DVCA's analyse af vækst og marginer for samme analyseperiode vist tilsvarende resultater, idet at porteføljeselskaberne har haft højere organisk vækst og EBIT-margin end børsmarkedets mid-cap selskaber.¹⁵²

Disse resultater viser, at kapitalfondene har en evne til at udviklet selskaberne til sunde og rentable forretninger, som kan bidrage til vækst i det danske erhvervsliv. At PE-fondenes partner scorer store økonomiske gevinster, må ses som den "reward-to-risk", som investorerne optager, når de indskyder deres risikovillige kapital. Ofte er det kun de positive historier, som offentligheden hører

¹⁴⁸ ATP (2006), side 3

¹⁴⁹ Spliid (2007), side 383-384

¹⁵⁰ Spliid (2007), side 382

¹⁵¹ Spliid (2007), side 346 og 385 samt ATP (2006), side 3

¹⁵² DVCA (2012), side 9

om, og derfor glemme de eksempler, hvor PE-fondene og deres partnere har lidt store økonomiske tab.¹⁵³

I forhold til det danske erhvervsliv, så nyder kapitalfondene altså godt af deres fleksible kapitalstruktur og hurtige adgang til finansiering. Samtidig så udnyttes erfaringer og viden fra kompetente medarbejdere og netværk til at skabe et professionelt aktivt ejerskab i selskaberne, hvor beslutningsprocessen er kort og effektiv. I den henseende kan bestyrelsen fokusere mere på strategi i stedet for kontrol og risiko, samtidig med, at der ikke behøves at tage hensyn til forskellige interesser i ejerkredsen.¹⁵⁴

Yderligere spiller kapitalfondene en væsentlig rolle i forhold til danske selskaber, som står over for generationsskifte. Ofte vil PE-fondene nemlig kunne foretage de vigtige beslutninger vedr. omstrukturering og effektivisering, og samtidig har de et solidt kapitalberedskab pga. ejerstrukturen. Dog er det danske marked for virksomhedskontrol er præget af flere overtagelsesværn, jf. afsnit 4.2. Disse overtagelsesværn må anses at være hæmmende for kapitalfondenes ageren i det danske erhvervsliv, og en begrænsning af det aktive ejerskab i det danske erhvervsliv.

Det aktive ejerskab, som kapitalfondene bidrager med, har nemlig stor indflydelse på ledelsen i porteføljeselskaberne. Gennem carried interest og bonusordninger, så skabes der nemlig et økonomisk interessesammenfald, der gør, at ledelsen har incitament til at skabe værdi for både selskab og aktionærer. Disse forhold er en væsentlig del af den corporate governance struktur, som er fælles for PE-fondene.

Udover det aktive ejerskab, så har PE-fondene på det seneste lagt vægt på større åbenhed. Dette er for at komme den generelle uvidenhed til livs og reducere kritikken vedrørende asymmetrisk information i private equity.

DVCA's retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse, er foretaget på både kapitalfonds- og porteføljeselskabsniveau, hvilket gør dem rimelig dækkende for selve kapitalfondenes forretning. Retningslinjerne følger et "*comply or explain*"-princip, hvilket indebærer, at PE-fondene skal redegøre for om de benytter retningslinjerne eller ej, og i så fald hvorfor ikke. På porteføljeselskabsniveau, er der desuden foretaget ændringer, som medfører, at der nu skal tages stilling til samfundsansvar, det øverste ledelsesorgans sammensætning og

¹⁵³ Spliid (2007), side 350

¹⁵⁴ Axcel (2012), side 35-36

organisation, ledelsesudvalg samt risikostyring og intern kontrol.¹⁵⁵ På den måde er anbefalingerne meget lig de alment accepterede anbefalinger for god selskabsledelse, som benyttes af børsnoterede selskaber. Åbenheden suppleres af de forskellige analyser, som forsøger at klarlægge porteføljeselskabernes performance.

Kritikken af disse analyser, virker modsigende i forhold til beskyldningerne om, at kapitalfondene er alt for lukkede. Selvfølgelig skal der ses kritisk på de analyser, som er foretaget af eksempelvis DVCA og EVCA, men uden dem ville der være endnu mindre information. Netop information er noget, som PE-fondene har sat ekstra fokus på de seneste år, og DVCA's årlige årsskrifter og retningslinjerne er et klart signal til omverdenen om, at PE-fondene gerne vil ud med den information, som er vigtig for offentligheden.

Dog er det vigtigt at påpege, at oplysninger, som ikke er påkrævet gennem lov eller "best practice" ikke behøves offentliggjort, da disse kan have ødelæggende effekt på kapitalfondenes opkøbsmuligheder og finansieringsproces. Retningslinjerne skal ses som et fleksibelt selvreguleringsværktøj, som PE-fondene kan følge for at give omverdenen bedre indblik i deres forretning, og samtidig være med til at modvirke strammere regulering.

4.5 Fremtidsmuligheder

Kapitalfondenes tilstedeværelse i det danske erhvervsliv vil sandsynligvis forøges i fremtiden, da mange danske selskaber står over for generationsskifter eller omstruktureringsprocesser, som ikke kan eller tør foretages af de siddende ejere og ledelse. I stedet vil professionelle partnere i PE-fondene kunne gennemføre deres operationelle og strategiske tiltage gennem det aktive ejerskab.

Dog er der nogle trusler forbundet ved kapitalfondenes handlinger i fremtiden. Især øget regulering vil kunne få stor negativ indflydelse på PE-fondenes lyst til at investere i danske selskaber.¹⁵⁶ Lovregulering i forhold til informationsoffentliggørelse, fundraising og beskatning, kan føre til, at PE-fondene fravælger danske selskaber. Dette ville få negative konsekvenser for væksten i Danmark.

En anden væsentlig trussel er, at mange af de industrielle aktører har høje likviditetsberedskaber og kan derfor realisere mulige synergier, hvilket gør dem til store konkurrenter i forhold til opkøb af

¹⁵⁵ DVCA Retningslinjer (2011), side 3

¹⁵⁶ Rose (2007), side 21

selskaber.¹⁵⁷ Dog er de også mulige samarbejdspartnere, da de kan bistå som købere til mange af kapitalfondenes frasalg. Derfor må denne trussel ses som en balancegang mellem konkurrence og forretning.

Overtagelsesværnene i danske selskaber og på det danske børsmarked kan være endnu en hindring for, at PE-fondene vil foretage opkøb her i landet. Især børsnoterede selskaber kan ud fra tilbudspligten i VPHL § 31 vise sig at være væsentlige dyrere end først antaget. Lovreglerne må dog anses som værende en del af den børsregulering, som forudsætter en omsætteligt børsmarked, og derfor må det antages, at kapitalfondene accepterer disse omstændigheder. Fokus vil alligevel primært være på de små og mellemstore privatejede virksomheder.

Nærværende afhandling har i hvert fald vist, at PE-fondene har evne til at skabe økonomisk værdi i deres opkøbte selskaber, og på den måde bidrage til vækst i det danske erhvervsliv. Uanset hvad kritikerne siger, så har PE-fondene en effektiv forretningsstrategi, og derfor bør de være en del af det danske erhvervsliv langt ud i fremtiden. Den massive kritik indikerer, at kapitalfondene er nemme syndebukke, da de kan fremstå grådige og relativt lukkede. Men deres evne til at skabe værdi i deres porteføljeselskaber, kan der ikke sættes spørgsmålstegn ved.

Selvfølgelig vil ingen kunne forudsige endnu en finansiell krise, men ud fra afhandlingens analyser, så ser det ud til, at kapitalfondene er ved at få deres porteføljeselskaber tilbage på ret spor. Dertil er både antallet af opkøb og bankernes villighed til at finansiere transaktionerne steget, hvilket indikerer, at PE-markedet er ved at genfinde sit profitable niveau.

Samtidig viser udgivelserne af DVCA's årsskrifter og brugen af retningslinjerne for CG, at PE-fondene er blevet mere tilbøjelige til at offentliggøre information, hvilket er glædeligt for omverdenen, da det nu er muligt at få et bedre indblik i selve PE-verdenen. Dog ville det være forkert, hvis kapitalfondene skulle offentliggøre de samme informationer som børsnoterede virksomheder, da private equity trods alt stadig må betegnes som "private peoples business".¹⁵⁸

¹⁵⁷ Axcel (2012), side 35

¹⁵⁸ Spliid (2007), side 389

4.6 Delkonklusion

Kapitalfondenes samspil med det danske erhvervsliv er præget af, at danske virksomheder er kapitalmarkedsstyrede gennem primært shareholder value, markedet for virksomhedskontrol og corporate governance. Det danske marked for virksomhedskontrol indebærer flere overtagelsesværn og reguleringer, som medfører, at kapitalfondenes opkøbsmuligheder hæmmes. Derudover så mener mange kritikere, at PE-fondene ikke er sunde for det danske erhvervsliv, da de ikke skaber væsentlig værdi for samfundet, ødelægger børsmarkedet og blot scorer de store gevinster selv gennem gældsfinansiering, mindre skattebetalinger og kortsigtede opkøb.

Denne kritik påvirker både kapitalfondene og deres porteføljeselskaber negativt, men må ses i relation til PE-fondenes formål. At PE-fondene opererer kortsigtet skal nemlig ses i lyset af, at de udvikler selskaberne til rentable forretningsenheder, som senere hen kan være med til at bidrage til skabelse af vækst og arbejdspladser. Dertil så er kapitalfondenes relation til børsmarkedet mere kompenserende end destruerende, selvom PE-fondene har afnoteret en del børsnoterede selskaber uden at introducere nye. Dette skyldes, at mange selskaber ikke er børsegnede og derfor bedre stillet ved det private ejerskab, samtidig med, at flere eksperter faktisk ser PE-fondene, som senere leverandører til børsmarkederne. Derfor skal kapitalfondene ses som en alternativ investeringsenhed, der bidrager til udviklingen af det danske kapitalmarked gennem aktivt ejerskab og fleksibel finansiering.

Kapitalfondene er kommet for at blive, da muligheden for at udvikle danske selskaber, som står over for væsentlige omstruktureringer og effektiviseringer, vil forstærkes. Forøget regulering vil dog kunne medføre mindre investeringslyst hos PE-fondene og deres investorer, hvilket vil have en negativ indflydelse på det danske erhvervsliv. Samtidig så forsøges ønsket om større åbenhed fra kapitalfondenes side forsøgt opfyldt gennem DVCA's årsskrifter og retningslinjer. Dette er en positiv udvikling i forhold til kritikken af lukkethed hos PE-fondene. Denne åbenhed er baseret på selvregulering, hvilket opfylder PE-fondenes ønske om, at ikke alt skal offentliggøres, da der stadig er tale om private personers investeringer. En ting er dog sikkert, det danske erhvervsliv kan ikke undvære kapitalfondene, da deres evne til at udvikle og genskabe rentable selskaber er yderst værdifuld for skabelse af vækst.

Kapitel 5: Konklusion

5.1 Konklusion

Nærværende afhandling har undersøgt kapitalfonde og deres evne til at skabe økonomisk værdi i deres danske porteføljeselskaber. Den økonomiske værdi er undersøgt ud fra EVA og multipler, da disse begreber er anerkendte værdiskabelsesmål i både teori og praksis.

En kapitalfond er et investeringsselskab, der foretager opkøb af selskaber med udviklingspotentiale. Selve opkøbene er kendetegnet ved, at en stor del af finansieringen sker ved brug af gæld, hvilket gør at opkøbene betegnes LBO. Desuden finansieres kapitalfondene af kapitaltilsagn fra investorer, mens deres daglige drift udøves af et managementselskab, som gennem carried interest har et økonomisk interessesammenfald i de opkøbte selskaber. Incitamentsordninger og aktivt ejerskab er nemlig væsentlige aspekter ved corporate governance strukturen i kapitalfonde.

Afhandlingens analyser har vist, at PE-fondenes danske porteføljeselskaber har generet økonomisk værdi i form af EVA på mellem -3,6 og 6,5 mio. kr. i analyseperioden 2008-2011. Det negative og lave niveau af EVA i 2009 og 2010 skyldes finanskrisens indflydelse på selskabernes evne til at generere gode driftsresultater og størrelsen på deres WACC. Netop WACC er blevet nedbragt siden 2009, hvilket har forøget EVA til 4,8 mio. kr. i 2011. Denne positive trend indikerer, at porteføljeselskaberne er ved at være tilbage på ret kurs.

Det har primært været de svenske, engelske og amerikanske kapitalfonde, som har bidraget positivt til den gennemsnitlige EVA, mens de danske PE-fonde ikke har skabt samme positive resultater. Dette skyldes især nedgang i detail- og produktionsbranchen, hvor mange selskaber har lidt under kundernes lavere købevillighed. Derudover har analysen vist, at de selskaber, som er blevet solgt i 2012 og 2013, alle har præsteret bedre end gennemsnittet, hvilket indikerer, at kapitalfondenes udvikling af rentabilitet generelt lykkedes.

Yderligere har analysen inddraget de værdibaserede multipler EV/EBITDA, K/I og P/E for 2011. Disse multipler har i gennemsnit ligget på hhv. 10,4, 3,6 og 20,3, hvilket er højere end tilsvarende multipler for sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Dertil viste multiplen NIBD/EBITDA på 1,9 for porteføljeselskaberne, at niveauet for gældsætningsgraden ikke er væsentlig forskellig fra de børsnoterede.

Flere kritikere har dog kritiseret kapitalfondene for deres lukkethed, aggressive opkøb og manglende samfundshensyn. Dette har givet PE-fondene og deres porteføljeselskaber et dårligt omdømme. Gennem større åbenhed og CG-retningslinjer forsøger kapitalfondene at kaste mere lys over deres forretning. Dog er denne åbenhed baseret på selvregulering, som giver fleksibilitet i forhold til valg af offentliggjorte informationer.

Samtidig er kapitalfondene påvirket af det danske marked for virksomhedskontrol, der er præget af overtagelsesværn som forskellige aktieklasser, fondsejerskab o. lign. Dette gør, at kapitalfondene ikke har uanede muligheder for opkøb, selvom deres kapitalberedskab egentlig ikke sætter grænser herfor.

Kapitalfondenes rolle vil sandsynligvis blive større i det danske erhvervsliv, da mange danske selskaber har brug for generationsskifte og omstruktureringer. Her er kapitalfondene en professionel aktør, som gennem det aktive ejerskab, kan implementere de nødvendige foranstaltninger. Samtidig forventer eksperter, at PE-fondene vil kunne levere flere selskaber til den danske Fondsbørs, da de har alle muligheder for dette. Dog afhænger det af, om de pågældende selskaber er børsegnede, eller om de kan sælges med større gevinst til en industriel køber.

Synergiorienterede industrielle aktører, strammere regulering og mere omfattende informationskrav kan dog gøre, at kapitalfondene vælger andre lande at investere i. Dette vil klart påvirke Danmark negativt i forhold til vækst. For selvom kapitalfondene opererer indenfor kortsigtede strategier på 5-7 år, så er deres primære formål, at udvikle og effektivisere de opkøbte selskaber i sådan en grad, at de er i stand til at performe rentabelt i fremtiden. Netop dette er hvad der skaber vækst og beskæftigelse i det danske samfund.

Forkortelser

BVE – Book value of Equity (bogført værdi af egenkapital)

CAPM – Capital Asset Pricing Model

CG – Corporate Governance

DVCA – Danish Venture Capital and Private Equity Association

EAT – Earnings after tax (resultat efter skat)

EBIT – Earnings before interest and tax (resultat før renter og skat)

EBITDA – Earnings before interest, tax, depreciation and amortization (resultat før renter, skat, afskrivninger og amortiseringer)

EBT – Earnings before tax (resultat før skat)

EV – Enterprise value

EVA – Economic value added

EVCA – European Venture Capital and Private Equity Association

IBD – Interest bearing debt (rentebærende gæld)

IPO – Initial public offering (børsnotering)

K/I – Kurs/indre værdi

LBO – Leveraged buy-out

M&A – Mergers and Acquisitions

MBI – Management buy-in

MBO – Management buy-out

MVE – Market value of Equity

NIBD – Net interest bearing debt (nettorentebærende gæld)

NOPAT – Net operating profit after tax (driftsresultat efter skat)

PE – Private equity

P/E – Price/earnings

SBO – Secondary buy-out (salg til kapitalfond)

SML – Security Market Line

SMV – Små og mellemstore virksomheder

ROE – Return on Equity (egenkapitalsforrentning)

ROIC – Return on Invested Capital (afkast på investeret kapital)

TS - Trade sales (salg til industrielle købere)

WACC – Weighted Average Capital Costs (vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger)

Litteraturliste og kildehenvisninger

Bøger:

Bodie, Zvi, Kane, Alex og Marcus, Alan J., 2011, *Investments and Portfolio Management*, McGraw-Hill, 9. udgave

Breadley, Richard A., Myers, Randolph W. og Allen, Franklin, 2011, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 10. udgave

Elling, Jens O., 2008, *Finansiell rapportering – teori og regulering*, Gjellerup, 1. udgave

Gaughan, Patrick A., 2011, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc., 5. udgave

Munck, Noe og Kristensen, Lars Hedegaard, 2010, *Selskabsformerne – lærebog i selskabsret*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 6. udgave

Møller, Michael og Nielsen, Niels Chr., 2004, *Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed*, Handelshøjskolens Forlag, 1. udgave

Petersen, Christian V. og Plenborg, Thomas, 2012, *Financial Statement Analysis*, Pearson, 1. udgave

Ross, Stephan A., Westerfield, Randolph W. og Jordan, Bradford D., 2008, *Corporate Finance Fundamentals*, McGraw-Hill, 8. udgave

Rasmussen, Poul Nyrup, 2007, *I grådighedens tegn – kapitalfonde og kasinoøkonomi*, Informations Forlag, 1. udgave

Sharp, Garry, 2001, *European Private Equity – a practical guide for vendors, managers and entrepreneurs*, Euromoney Books, 1. udgave

Spliid, Robert, 2007, *Kapitalfonde – rå pengemagt eller aktivt ejerskab*, Børsens forlag, 2007, 1. udgave

Artikler:

ATP, 2006, *Kapitalfonde – myter og realiteter*, ATP Alpha om investering og økonomi, Februar 2006, s. 1-8

Hansen, Carsten Steno, *Købmænd og kapitalfonde på kollisionskurs*, Berlingske Business, August 2013, <http://www.business.dk/detailhandel/koebmaend-og-kapitalfonde-paa-kollisionskurs>

Petersen, Christian, Plenborg, Thomas og Schøler, Finn, 2006, *Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?*, Ledelse & Erhvervsøkonomi, Marts 2006, s. 157-172

Rose, Caspar, 2007, *Private equity i den juridiske orkans øje – stærke kræfter ønsker øget (selv)regulering*, Finans/invest, Juli 2007, s. 21-24

Rose, Caspar, 2004, *Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value – A Matter of Contractual Failures*, European Journal of Law and Economics, 18, s. 77-97

Rose, Caspar og Meyer, Carsten, 2003, *The Danish Corporate Governance System: From stakeholder orientation towards shareholder value*, Corporate Governance, Blackwell Publishing Ltd., volume 11, nummer 4, Oktober 2006, s. 335-344

Ritzau, 2013, *Banker og kapitalfonde har smadret børsnoteringer*, Børsen Finans, 14. jan 2013, http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/249508/banker_og_kapitalfonde_har_gjort_noteringer_gifftige.html

Shleifer, A. og Vishny, Robert W., 1997, *A Survey on Corporate Governance*, Journal of Finance, 52, s. 737-783

Rapporter og udgivelser:

Axcel, 2012, *Kapitalfonde, afkast af værdiskabelse*, Præsentation ved Finansanalytikerforeningens virksomhedsdag

DVCA, 2012, *Kapitalfonde i 2011/12 – Årsskrift fra DVCA om god selskabsledelse i kapitalfonde*, Danish Venture Capital and Private Equity Association

DVCA, 2011, *Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde – Opdaterede retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse*, Danish Venture Capital and Private Equity Association

DVCA, 2008, *Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde – baggrundsrapport*, Danish Venture Capital and Private Equity Association

Databaser:

FactSet, 2013, FactSet Research Systems Inc, www.factset.com

Damodaran, 2013, Answath Damodaran, people.stern.nyu.edu/adamodar

Danske Invest, 2013, Danske Bank, www.danskeinvest.dk

DVCA buy-out liste, 2013, Danish Venture Capital and Private Equity Association, www.dvca.dk, d. 21. marts 2013

Investopedia, 2013, Investopedia US - a division of ValueClick, Inc., www.investopedia.com

KOB, 2013, Købmandstandens Oplysningsbureau, Experian Group, www.kob.dk

Mergermarket, 2013, The Mergermarket Group, www.mergermarket.com

PwC, 2013, PwC Danmark, www.pwc.dk

Statistikbanken, 2013, Danmarks Statistik, www.statistikbanken.dk

Love:

Bekendtgørelse af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LBK nr. 322 af 11/04/2011

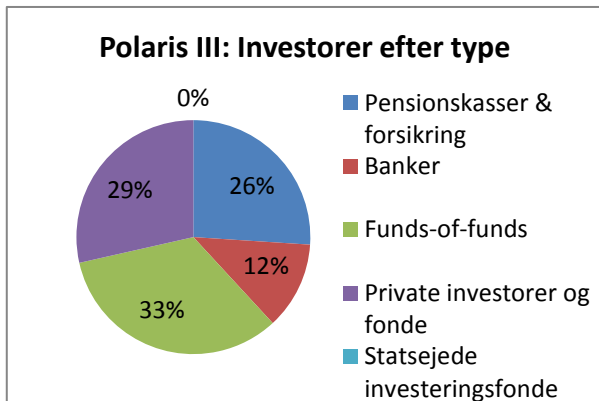
Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v., LBK nr. 982 af 06/08/2013

Bilag A – Kapitalfonde i analyse

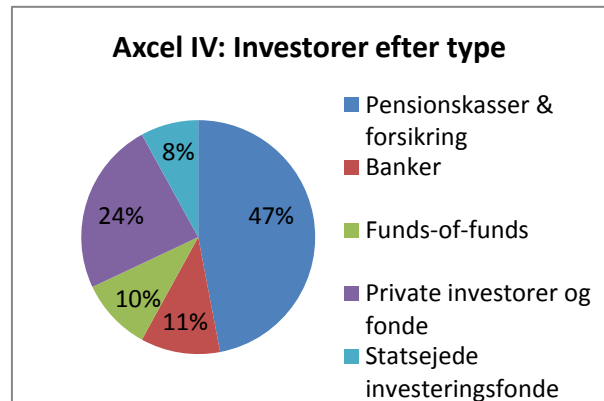
Kapitalfond	Land	Dansk afdeling	Stiftelsesår	Antal aktive fonde	Antal danske investeringer	Ca. kapital under forvaltning (mia. kr.)	EV fokus (mia. kr.)	Antal selskaber i analyse
3i	England	Nej	1945	n/a	3	88,5	1-10<	0
Altor	Sverige	Ja	2003	1	5	28,0	1-5	3
Axcel	Danmark	Ja	1994	4	10	10,0	0,5-4	5
Blackstone Private Equity	USA	Nej	1985	n/a	2	300,0	n/a	1
Capidea	Danmark	Ja	2006	2	8	1,5	0-0,5	5
CapMan	Finland	Nej	1989	13	5	22,0	0,4-2	1
CVC Capital Partners	England	Ja	1981	8	1	256,0	3,5-10<	0
Dania Capital Advisors	Danmark	Ja	2003	1	4	0,8	0-0,5	2
Deltaq	Danmark	Ja	2007	1	4	0,3	0-0,3	5
DKA Capital	Danmark	Ja	1984	1	5	0,9	0-0,5	2
Doughty Hanson	England	Nej	1985	2	1	67,5	1-5,6	1
EQT	Sverige	Ja	1994	15	5	135,0	2,5-10<	3
Erhvervsinvest	Danmark	Ja	2004	2	6	1,0	0-0,5	9
EVO	Danmark	Ja	2007	2	5	0,9	0-0,5	0
Executive Capital	Danmark	Ja	2007	1	4	0,5	0-0,5	2
Fjord Capital Partners	England	Nej	2007	n/a	1	n/a	n/a	1
FSN Capital	Norge	Ja	2000	2	2	3,9	0,3-1,5	1
Greystone Capital	Danmark	Ja	2007	1	3	0,2	0-0,15	2
IK Investment Partners	Sverige	Nej	1989	4	1	42,8	1-10<	1
Industri Udvikling	Danmark	Ja	1994	2	37	0,7	0-0,5	0
Jysk Fynsk Kapital	Danmark	Ja	2005	1	7	0,4	0-0,3	5
Langholm Capital	England	Nej	2002	1	1	2,3	n/a	2
Maj Invest Equity	Danmark	Ja	2005	4	32	8,5	0-1,5	12
Montagu	England	Nej	1968	n/a	2	18,5	0,7-2	2
Nordic Capital	Sverige	Ja	1989	6	3	55,0	2-10<	2
Odin Equity Partners	Danmark	Ja	2005	2	8	2,5	0-1	5
PAI Partners	Frankrig	Ja	1994	3	0	52,5	2,5-10<	0
Polaris	Danmark	Ja	1998	2	7	4,7	0,3-1,5	4
Procuritas	Sverige	Nej	1986	4	1	10,0	n/a	1
Ratos Private Equity	Sverige	Nej	1999	1	2	n/a	n/a	4
Warburg Pincus	USA	Nej	1966	4	1	170,0	n/a	1

Kilde: DVCA (2008), DVCA (2011/12) og kapitalfondenes hjemmesider

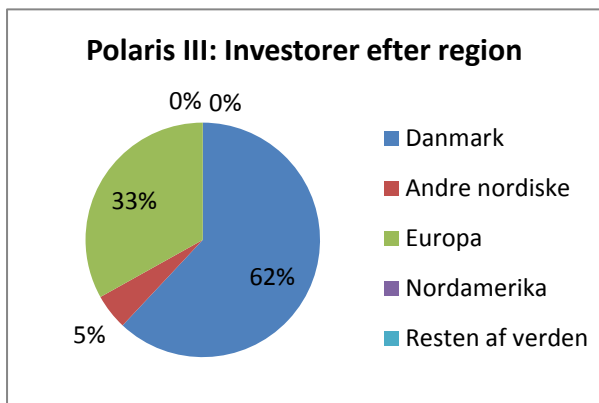
Bilag B – Eksempler på investorfordeling



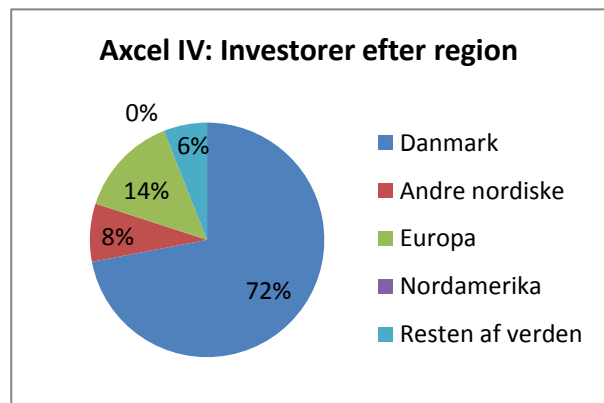
Kilde: www.polarisequity.dk (2013)



Kilde: www.axcel.dk (2013)



Kilde: www.polarisequity.dk (2013)



Kilde: www.axcel.dk (2013)

Bilag C – Porteføljeselskaber i analyse

Porteføljeselskab	CVR	Hoved-område	Branche	Kapitalfond	Købt i	Exit i	Analyse-periode	Ejer-andel
Active Sportswear International A/S	10327172	Handel	Sportstøj	Greystone Capital A/S	2007		2008-2011	n/a
AH Industries A/S	30799348	Produktion	Metalkomponenter	Ratos	2007		2010-2011	n/a
Alliance+ A/S	12643047	Service	Rengøring	Polaris	2009		2010-2011	n/a
Ball Group ApS	14246975	Handel	Modetøj	Axcel	2006		2008-2011	83%
Bang & Olufsen Medicom A/S	24053415	IT-udvikling	Meditechudvikling	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	59%
Biblioteksmedier A/S	17260839	Service	Udlånsmaterialer til biblioteker	Maj Invest Equity	2008	2013	2009-2011	n/a
BioGasol ApS	29211655	Produktion	Bioethanolanlæg	Fjord Capital Partners	2010		2011	n/a
BLIP Systems A/S	30500741	IT-udvikling	Mobile marketingsløsninger	Maj Invest Equity	2007		2010-2011	67%
Bollerup Jensen A/S	12516800	Produktion	Glas og kemikalier	Deltaq	2009		2010-2011	99%
BTX Group A/S	34281718	Handel	Tøj	EQT	2005	2013	2008-2011	n/a
Cane-Line A/S	10658837	Produktion	Møbler	Langholm Capital	2007		2008-2011	n/a
Cimbric Fiskekonserver A/S	13067635	Produktion	Skaldyrproduktion	Deltaq	2010		2011	53%
Combilent A/S	19623742	Produktion	Kommunikationskomponenter	Deltaq	2009		2010-2011	73%
Concepta A/S	19040976	Produktion	Skabe	Axcel	2007		2008-2011	65%
Contex A/S	12759282	Produktion	Scannere og billedbehandling	Ratos	2007	2012	2008-2011	n/a
Da'Core A/S	11810039	Produktion	Boligtekstiler	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	86%
Dako A/S	33211317	Produktion	Medicoudstyr	EQT	2007	2012	2008-2011	n/a
Damolin A/S	37322318	Produktion	Minedrift og mineraler	Erhvervsinvest	2010		2011	n/a
Dansk Cater A/S	10325641	Service	Catering	Altor	2006		2008-2011	50%
EG A/S	84667811	IT-udvikling	IT-service	Nordic Capital	2008		2009-2011	n/a
Elite Gaming A/S	20155892	Service	Automater	Erhvervsinvest	2006		2008-2011	n/a
Ellegaard A/S	16881686	Produktion	Gartneri	Erhvervsinvest	2005		2008-2011	n/a
Epoke A/S	14125345	Produktion	Saltspreder maskiner	Erhvervsinvest	2010		2011	n/a
Gram Equipment A/S	21274208	Produktion	Produktionsanlæg til isfremstilling	Procuritas	2010		2011	n/a
Hamlet Protein A/S	16049441	Produktion	Sojaprotein	Polaris	2007		2008-2011	n/a
Haslev Møbelsnedkeri A/S	24785211	Produktion	Møbler	Erhvervsinvest	2007	2013	2008-2011	n/a
Hi-Con A/S	26020387	Produktion	Betonelementer	Jysk-Fynsk Kapital	2006		2008-2011	n/a
Hydra Tech A/S	16842486	Produktion	Hydraulikudstyr	Odin Equity Partners	2008		2009-2011	n/a

Haarslev Industries A/S	89523818	Produktion	Slagterimaskiner	Odin Equity Partners	2006	2012	2008-2011	n/a
Iddesign A/S	28505108	Detailhandel	Møbler	Axcel	2007		2008-2011	98%
Interbuild ApS	28971109	Produktion	Bygningstømmer	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	51%
Inwido A/S	28843615	Produktion	Vinduer	Ratos	2005		2010-2011	n/a
IT2 Holding ApS	30546989	IT-udvikling	Treasury Management Systemer	CapMan	2007	2013	2008-2011	n/a
J. Hvidtved Larsen A/S	20010088	Produktion	Mobile rensningsanlæg	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	51%
Jeka Fish A/S	76129010	Produktion	Fiskeprodukter	Deltaq	2009		2010-2011	53%
K.P. Komponenter A/S	26753716	Produktion	Metalkomponenter	Capidea	2007		2008-2011	n/a
KA Interiør A/S	20001305	Produktion	Møbler	DKA Capital	2007		2008-2011	60%
Kabooki A/S	38235311	Produktion	Børnetøj	Jysk-Fynsk Kapital	2006		2008-2011	n/a
KE Fibertec A/S	19138038	Produktion	Fiberluftfordelings-systemer	Jysk-Fynsk Kapital	2007		2008-2011	n/a
Kompan A/S	40559817	Produktion	Legeredskaber	Nordic Capital	2005		2008-2011	n/a
Krøger A/S	75135912	Produktion	Hånd- og trykfugepistoler	Erhvervsinvest	2005	2013	2008-2011	n/a
Kwintet Danmark A/S	11987273	Produktion	Arbejdstøj	IK Investment Partners	2005		2008-2011	n/a
Labofa A/S	31746957	Produktion	Kontorstole og undervisningsmøbler	Executive Capital	2010		2011	59%
Lagkagehuset A/S	20213094	Detailhandel	Bageriprodukter	FSN Capital	2008		2009-2011	65%
Legoland ApS	36887613	Service	Forlystelsesparker	Blackstone	2005		2008-2011	n/a
Logstor A/S	21330248	Produktion	Fjernvarmerør	Montagu	2006		2008-2011	n/a
Mach ApS	10352282	Service	Roaming til mobiltelefoni	Warburg Pincus	2005		2008-2011	n/a
Mejerigaarden A/S	37317314	Service	Isprodukter	Erhvervsinvest	2008		2009-2011	n/a
Noa Noa ApS	60746214	Handel	Modetøj	Axcel	2006		2008-2011	90%
Nordgroup A/S	34484414	Service	Behandling af farligt affald	EQT	2010		2011	100%
Novenco A/S	16926647	Produktion	Industrielle køleanlæg	Dania Capital	2006		2008-2011	n/a
Novenco Fire Fighting A/S	29421951	Produktion	Brandslukningsudstyr	Dania Capital	2006	2012	2008-2011	n/a
Nümpf A/S	30577256	Handel	Modetøj	Capidea	2010		2011	n/a
Oliver's Petfood A/S	26603129	Service	Onlinesalg af dyrefoder	Greystone Capital A/S	2010		2011	n/a
Paradis Danmark A/S	30500504	Produktion	Isprodukter	Executive Capital	2010		2011	57%
Pierre.dk Autolakering A/S	15000295	Service	Autolakering	Maj Invest Equity	2010		2011	74%
PWT A/S	31074606	Detailhandel	Tøj	Polaris	2007		2008-2011	n/a
Qubiq A/S	61628711	Produktion	Lagerløsninger	Odin Equity Partners	2006		2008-2011	n/a

Reson A/S	56675817	Produktion	Industrielle sonaranlæg	Maj Invest Equity	2006	2013	2008-2011	n/a
Riegens A/S	45478319	Produktion	Belysning	Erhvervsinvest	2007		2008-2011	n/a
Scan Global Logistics A/S	14049673	Transport	Søfart og logistik	Odin Equity Partners	2006		2008-2011	n/a
Schades A/S	30577124	Produktion	Papir og etiketter	Capidea	2009		2010-2011	n/a
SFK Systems A/S	76547610	Produktion	Slagterimaskiner	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	98%
Sika Design A/S	31476712	Produktion	Møbler	Langholm Capital	2007		2008-2011	n/a
Skamol A/S	41333715	Produktion	Varmeisolerende materialer	Polaris	2007	2012	2008-2011	n/a
Solum A/S	10282136	Handel	Miljø og teknologi	Maj Invest Equity	2009		2010-2011	55%
Sonion A/S	25141350	Produktion	Høreapparats-komponenter	Altor	2009		2010-2011	n/a
Spinning Jewelry A/S	19389294	Produktion	Smykker	Deltaq	2008		2009-2011	88%
Stofa A/S	42405310	IT-udvikling	Bredbånd	Ratos	2009	2012	2010-2011	n/a
Svendborg Brakes A/S	13256438	Produktion	Bremseløsninger	Doughty Hanson	2008		2009-2011	n/a
System Frugt A/S	13473498	Produktion	Tørret frugt	Odin Equity Partners	2010		2011	n/a
SystemTeknik A/S	25299094	Produktion	El-styretavler	Jysk-Fynsk Kapital	2007		2008-2011	n/a
TMK A/S	75924712	Produktion	Køkkener	Axcel	2007		2008-2011	65%
Traen A/S	29177015	IT-udvikling	IT-systemer	DKA Capital	2009	2012	2010-2011	n/a
Tresu A/S	15302798	IT-udvikling	Trykmaskiner	Erhvervsinvest	2010		2011	n/a
Unifeeder A/S	11810543	Transport	Containerrederi	Montagu	2008		2009-2011	n/a
Union Engineering A/S	13827540	Produktion	Kulsyre- og CO2-anlæg	Capidea	2010		2011	n/a
United Textile Group A/S	21191574	Produktion	Tøj	Jysk-Fynsk Kapital	2008		2009-2011	n/a
Vernal A/S	14112375	Produktion	Medicinske og industrielle tekstiler	Maj Invest Equity	2006		2008-2011	100%
Winnie Papir A/S	79524115	Produktion	Gavepapir	Maj Invest Equity	2007		2008-2011	67%
Wrist Group A/S	25786823	Handel	Skibsforsyning	Altor	2007		2008-2011	n/a
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	30576411	Handel	Smykker	Capidea	2007		2008-2011	n/a

Kilde: DVCA buy-out liste (2013) og kapitalfondenes hjemmesider

Bilag D – Datagrundlag til EVA-analyse for 2008

(mio. kr.)

Porteføljeselskab	EBITDA	EBIT	Skatte-sats	NOPAT	Inv. kapital	NIBD	Just. NIBD	EK	Just. EK	D/E	Just. D/E	ROIC	Rf	β	Rm	Re	Rd	WACC	EVA
Active Sportswear International A/S	5,5	3,7	29,1%	2,6	49,3	38,2	38,2	11,1	11,1	3,4	3,4	5,3%	4,2%	1,4	8,3%	10,0%	6,2%	5,7%	-0,2
Ball Group ApS	22,4	-29,3	24,7%	-22,0	88,2	38,5	38,5	49,8	49,8	0,8	0,8	-25,0%	4,2%	1,1	8,3%	8,9%	6,2%	7,0%	-28,3
Bang & Olufsen Medicom A/S	-3,2	-7,9	25,0%	-5,9	34,0	24,1	24,1	9,9	9,9	2,4	2,4	-17,4%	4,2%	1,1	8,3%	8,8%	6,2%	5,9%	-7,9
BTX Group A/S	160,1	136,7	24,1%	103,8	466,2	157,7	157,7	308,6	308,6	0,5	0,5	22,3%	4,2%	0,9	8,3%	8,1%	6,2%	6,9%	71,4
Cane-Line A/S	66,3	66,1	25,0%	49,6	50,9	-19,9	107,8	70,8	70,8	-0,3	1,5	97,3%	4,2%	1,3	8,3%	9,5%	4,7%	5,9%	46,6
Concepta A/S	-9,1	-10,9	24,9%	-8,2	35,5	33,1	33,1	2,4	2,4	13,5	13,5	-23,1%	4,2%	1,3	8,3%	9,6%	4,7%	4,0%	-9,6
Contex A/S	36,1	23,6	18,5%	19,2	93,1	28,8	28,8	64,3	64,3	0,4	0,4	20,6%	4,2%	1,0	8,3%	8,4%	6,2%	7,4%	12,4
Da'Core A/S	18,7	14,3	24,3%	10,8	78,8	31,9	31,9	47,0	47,0	0,7	0,7	13,7%	4,2%	1,1	8,3%	8,7%	4,7%	6,6%	5,6
Dako A/S	256,6	201,6	20,8%	159,7	919,3	697,9	697,9	221,4	221,4	3,2	3,2	17,4%	4,2%	1,4	8,3%	9,8%	6,2%	6,1%	103,7
Dansk Cater A/S	21,9	21,8	25,0%	16,3	543,5	413,4	413,4	130,2	130,2	3,2	3,2	3,0%	4,2%	1,7	8,3%	11,1%	5,2%	5,6%	-14,3
Elite Gaming A/S	31,9	11,6	32,0%	7,9	63,9	50,0	50,0	13,9	13,9	3,6	3,6	12,3%	4,2%	1,9	8,3%	12,2%	6,2%	5,9%	4,1
Ellegaard A/S	11,2	5,2	26,7%	3,8	36,0	13,3	13,3	22,7	22,7	0,6	0,6	10,5%	4,2%	1,3	8,3%	9,5%	4,2%	7,1%	1,2
Hamlet Protein A/S	-0,6	-20,0	24,6%	-15,1	166,7	105,6	105,6	61,1	61,1	1,7	1,7	-9,1%	4,2%	1,1	8,3%	8,5%	4,7%	5,4%	-24,1
Haslev Møbelsnedkeri A/S	9,9	9,3	26,0%	6,9	32,6	7,4	7,4	25,2	25,2	0,3	0,3	21,1%	4,2%	1,1	8,3%	8,6%	4,7%	7,4%	4,5
Hi-Con A/S	-0,1	-0,7	10,7%	-0,6	11,1	4,3	4,3	6,8	6,8	0,6	0,6	-5,8%	4,2%	1,3	8,3%	9,7%	6,2%	8,1%	-1,5
Haarslev Industries A/S	126,9	102,7	26,9%	75,1	453,1	341,9	341,9	111,3	111,3	3,1	3,1	16,6%	4,2%	1,5	8,3%	10,5%	5,2%	5,5%	50,3
IDdesign A/S	8,2	-5,3	25,0%	-4,0	722,7	419,0	419,0	303,7	303,7	1,4	1,4	-0,6%	4,2%	1,4	8,3%	10,1%	4,7%	6,3%	-49,3
Interbuild ApS	39,9	-10,5	10,3%	-9,4	640,3	370,3	370,3	270,0	270,0	1,4	1,4	-1,5%	4,2%	1,5	8,3%	10,3%	6,2%	7,6%	-57,8
IT2 Holding ApS	9,2	2,1	25,0%	1,6	67,9	11,2	11,2	56,7	56,7	0,2	0,2	2,3%	4,2%	1,3	8,3%	9,6%	5,2%	8,6%	-4,3
J. Hvidtved Larsen A/S	19,6	15,8	25,8%	11,7	104,5	69,2	69,2	35,3	35,3	2,0	2,0	11,2%	4,2%	2,0	8,3%	12,3%	4,7%	6,5%	5,0
K.P. Komponenter A/S	62,3	46,2	25,2%	34,5	159,4	90,3	90,3	69,1	69,1	1,3	1,3	21,7%	4,2%	1,9	8,3%	11,9%	6,2%	7,8%	22,1
KA Interiør A/S	11,2	6,7	24,2%	5,1	19,9	-1,5	32,6	21,4	21,4	-0,1	1,5	25,5%	4,2%	1,5	8,3%	10,5%	4,7%	6,3%	3,8
Kabooki A/S	3,3	2,3	11,5%	2,1	26,3	5,8	5,8	20,5	20,5	0,3	0,3	7,8%	4,2%	1,1	8,3%	8,5%	6,2%	7,8%	0,0
KE Fibertec A/S	5,2	3,9	38,4%	2,4	31,7	17,7	17,7	14,0	14,0	1,3	1,3	7,5%	4,2%	1,3	8,3%	9,5%	5,2%	6,0%	0,5
Kompan A/S	50,9	24,9	12,8%	21,7	252,1	176,5	176,5	75,6	75,6	2,3	2,3	8,6%	4,2%	1,7	8,3%	11,3%	5,2%	6,6%	5,2

Krøger A/S	21,2	19,4	25,5%	14,5	22,3	2,7	2,7	19,6	19,6	0,1	0,1	64,8%	4,2%	1,1	8,3%	8,6%	6,2%	8,2%	12,6
Kwintet Danmark A/S	32,7	31,1	23,8%	23,7	154,0	-101,8	389,5	255,8	255,8	-0,4	1,5	15,4%	4,2%	1,5	8,3%	10,4%	6,2%	7,0%	12,9
Legoland ApS	155,8	128,2	25,1%	96,0	374,0	218,3	218,3	155,8	155,8	1,4	1,4	25,7%	4,2%	1,6	8,3%	10,7%	6,2%	7,2%	69,3
Logstor A/S	111,0	72,5	24,6%	54,7	373,2	198,1	198,1	175,1	175,1	1,1	1,1	14,6%	4,2%	0,9	8,3%	7,8%	4,7%	5,6%	33,9
Mach ApS	220,5	178,3	24,5%	134,5	229,9	-449,7	1034,8	679,6	679,6	-0,7	1,5	58,5%	4,2%	2,1	8,3%	12,9%	6,2%	8,0%	116,2
Noa Noa ApS	39,3	28,9	17,7%	23,8	176,2	-77,8	386,8	254,1	254,1	-0,3	1,5	13,5%	4,2%	1,3	8,3%	9,6%	6,2%	6,9%	11,6
Novenco A/S	-75,8	-86,9	21,9%	-67,9	158,6	43,4	43,4	115,2	115,2	0,4	0,4	-42,8%	4,2%	1,2	8,3%	9,0%	5,2%	7,7%	-80,1
Novenco Fire Fighting A/S	-5,7	-10,4	24,1%	-7,9	15,3	9,6	9,6	5,7	5,7	1,7	1,7	-51,4%	4,2%	1,8	8,3%	11,5%	6,2%	7,2%	-9,0
PWT A/S	22,0	-14,2	13,3%	-12,3	1047,1	567,4	567,4	479,7	479,7	1,2	1,2	-1,2%	4,2%	1,6	8,3%	10,6%	6,2%	7,8%	-93,8
Qubiq A/S	-12,9	-4,9	25,0%	-3,7	71,9	10,9	10,9	60,9	60,9	0,2	0,2	-5,1%	4,2%	1,1	8,3%	8,7%	5,2%	8,0%	-9,4
Reson A/S	28,5	1,1	25,0%	0,8	241,2	279,1	279,1	-37,8	183,3	-7,4	1,5	0,3%	4,2%	1,7	8,3%	11,2%	5,2%	6,8%	-15,6
Riegens A/S	35,3	25,4	25,8%	18,9	103,4	53,1	53,1	50,3	50,3	1,1	1,1	18,3%	4,2%	1,4	8,3%	9,7%	6,2%	7,1%	11,5
Scan Global Logistics A/S	78,6	74,1	26,4%	54,5	149,5	83,2	83,2	66,3	66,3	1,3	1,3	36,5%	4,2%	0,7	8,3%	7,2%	6,2%	5,8%	45,9
SFK Systems A/S	-31,8	-48,9	20,6%	-38,8	188,1	140,6	140,6	47,6	47,6	3,0	3,0	-20,6%	4,2%	1,5	8,3%	10,3%	5,2%	5,7%	-49,5
Sika Design A/S	10,5	10,3	25,1%	7,7	33,1	10,1	10,1	23,0	23,0	0,4	0,4	23,3%	4,2%	0,9	8,3%	8,0%	4,7%	6,6%	5,5
Skamol A/S	18,0	1,4	13,3%	1,2	179,1	101,7	101,7	77,3	77,3	1,3	1,3	0,7%	4,2%	1,0	8,3%	8,4%	6,2%	6,7%	-10,8
SystemTeknik A/S	8,9	8,1	26,3%	6,0	13,4	-8,4	33,1	21,8	21,8	-0,4	1,5	44,6%	4,2%	1,8	8,3%	11,7%	5,2%	6,9%	5,0
TMK A/S	11,2	2,2	19,7%	1,8	184,3	118,0	118,0	66,3	66,3	1,8	1,8	1,0%	4,2%	1,5	8,3%	10,2%	4,2%	5,8%	-9,0
Vernal A/S	21,7	-19,0	25,0%	-14,3	506,8	390,2	390,2	116,6	116,6	3,3	3,3	-2,8%	4,2%	1,7	8,3%	11,0%	6,2%	6,1%	-45,3
Winnie Papir A/S	17,3	4,1	25,0%	3,1	234,6	124,7	124,7	109,9	109,9	1,1	1,1	1,3%	4,2%	0,7	8,3%	7,2%	5,2%	5,4%	-9,7
Wrist Group A/S	409,2	376,9	23,3%	289,1	1945,2	1487,3	1487,3	457,9	457,9	3,2	3,2	14,9%	4,2%	1,4	8,3%	9,8%	6,2%	5,9%	173,4
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	17,2	12,2	33,3%	8,1	146,8	87,8	87,8	59,0	59,0	1,5	1,5	5,5%	4,2%	1,6	8,3%	10,6%	6,2%	6,7%	-1,8

Kilde: Selskabernes årsregnskaber og egen tilvirkning

Bilag E – Datagrundlag til EVA-analyse for 2009

(mio. kr.)

Porteføljeselskab	EBITDA	EBIT	Skatte-sats	NOPAT	Inv. kapital	NIBD	Just. NIBD	EK	Just. EK	D/E	Just. D/E	ROIC	Rf	β	Rm	Re	Rd	WACC	EVA
Active Sportswear International A/S	12,3	9,2	27,6%	6,6	46,3	27,2	27,2	19,1	19,1	1,4	1,4	14,4%	3,6%	1,7	9,5%	13,8%	7,8%	9,0%	2,5
Ball Group ApS	32,3	21,3	31,2%	14,7	104,7	62,5	62,5	42,1	42,1	1,5	1,5	14,0%	3,6%	1,4	9,5%	11,8%	7,8%	8,0%	6,3
Bang & Olufsen Medicom A/S	3,9	-1,5	25,0%	-1,2	41,3	34,6	34,6	6,8	6,8	5,1	5,1	-2,8%	3,6%	1,2	9,5%	10,8%	7,8%	6,7%	-3,9
Biblioteksmedier A/S	18,8	11,9	26,0%	8,8	53,2	21,6	21,6	31,6	31,6	0,7	0,7	16,5%	3,6%	1,0	9,5%	9,2%	7,8%	7,8%	4,6
BTX Group A/S	97,7	79,1	27,6%	57,3	185,4	38,4	38,4	147,1	147,1	0,3	0,3	30,9%	3,6%	1,2	9,5%	10,4%	7,8%	9,4%	39,8
Cane-Line A/S	35,4	35,2	25,1%	26,4	42,3	-9,2	72,4	51,3	51,3	-0,2	1,4	62,4%	3,6%	1,7	9,5%	13,4%	7,8%	9,0%	22,6
Concepta A/S	-2,5	-3,6	24,9%	-2,7	19,7	21,1	21,1	-1,5	15,0	14,4	1,4	-13,9%	3,6%	1,7	9,5%	13,6%	7,8%	9,1%	-4,5
Contex A/S	21,8	4,1	25,0%	3,1	83,5	16,1	16,1	67,4	67,4	0,2	0,2	3,7%	3,6%	1,1	9,5%	9,9%	7,8%	9,1%	-4,6
Da'Core A/S	0,2	-5,7	25,9%	-4,2	54,5	13,8	13,8	40,6	40,6	0,3	0,3	-7,7%	3,6%	1,4	9,5%	11,8%	7,8%	10,3%	-9,8
Dako A/S	342,6	286,1	20,1%	228,6	1090,5	640,0	640,0	450,5	450,5	1,4	1,4	21,0%	3,6%	1,5	9,5%	12,2%	7,8%	8,7%	133,4
Dansk Cater A/S	27,5	15,0	25,0%	11,3	559,4	420,5	420,5	138,9	138,9	3,0	3,0	2,0%	3,6%	1,8	9,5%	14,2%	7,8%	7,9%	-33,1
EG A/S	78,8	58,8	22,9%	45,4	146,8	-112,5	365,9	259,3	259,3	-0,4	1,4	30,9%	3,6%	1,7	9,5%	13,8%	5,8%	8,4%	33,1
Elite Gaming A/S	29,1	11,8	30,2%	8,3	45,7	30,5	30,5	15,1	15,1	2,0	2,0	18,1%	3,6%	1,8	9,5%	14,2%	7,8%	8,3%	4,4
Ellegaard A/S	14,8	8,2	23,9%	6,3	34,7	14,2	14,2	20,5	20,5	0,7	0,7	18,0%	3,6%	1,3	9,5%	11,4%	6,3%	8,7%	3,2
Hamlet Protein A/S	10,7	-7,3	24,3%	-5,5	156,4	101,6	101,6	54,8	54,8	1,9	1,9	-3,5%	3,6%	1,1	9,5%	10,3%	6,8%	7,0%	-16,5
Haslev Møbelsnedkeri A/S	6,6	6,2	16,5%	5,2	30,9	11,3	11,3	19,6	19,6	0,6	0,6	16,9%	3,6%	1,3	9,5%	11,2%	7,8%	9,5%	2,3
Hi-Con A/S	-5,4	-6,2	24,1%	-4,7	10,5	8,7	8,7	1,8	1,8	4,8	4,8	-44,7%	3,6%	1,4	9,5%	12,1%	7,8%	7,0%	-5,4
Hydra Tech A/S	32,5	24,9	25,0%	18,7	197,8	65,3	65,3	132,5	132,5	0,5	0,5	9,5%	3,6%	0,9	9,5%	8,7%	7,8%	7,7%	3,4
Haarslev Industries A/S	58,7	29,3	25,0%	22,0	448,2	391,7	391,7	56,4	56,4	6,9	6,9	4,9%	3,6%	1,5	9,5%	12,6%	7,8%	6,7%	-8,2
IDdesign A/S	-106,8	-158,6	24,3%	-120,1	668,7	524,5	524,5	144,1	144,1	3,6	3,6	-18,0%	3,6%	1,8	9,5%	14,2%	7,8%	7,7%	-171,6
Interbuild ApS	-19,0	-111,4	11,2%	-99,0	527,6	288,1	288,1	239,5	239,5	1,2	1,2	-18,8%	3,6%	1,6	9,5%	13,0%	7,8%	9,7%	-150,1
IT2 Holding ApS	14,0	6,9	25,0%	5,2	66,4	9,7	9,7	56,6	56,6	0,2	0,2	7,8%	3,6%	1,3	9,5%	11,3%	7,8%	10,5%	-1,8
J. Hvidtved Larsen A/S	4,4	-0,6	14,9%	-0,5	105,7	75,6	75,6	30,1	30,1	2,5	2,5	-0,5%	3,6%	1,9	9,5%	15,0%	6,8%	8,4%	-9,4
K.P. Komponenter A/S	24,3	5,4	24,4%	4,1	172,8	123,4	123,4	49,5	49,5	2,5	2,5	2,4%	3,6%	1,9	9,5%	15,0%	7,8%	8,5%	-10,7
KA Interiør A/S	7,1	2,3	26,1%	1,7	14,5	-4,3	26,4	18,7	18,7	-0,2	1,4	11,6%	3,6%	1,9	9,5%	14,9%	7,8%	9,6%	0,3
Kabooki A/S	-6,0	-7,0	24,6%	-5,3	19,2	3,2	3,2	15,9	15,9	0,2	0,2	-27,6%	3,6%	1,2	9,5%	11,0%	7,8%	10,1%	-7,2

KE Fibertec A/S	4,3	2,8	25,0%	2,1	25,1	12,9	12,9	12,2	12,2	1,1	1,1	8,4%	3,6%	1,3	9,5%	11,2%	7,8%	8,5%	0,0
Kompan A/S	94,4	57,9	17,7%	47,7	220,3	84,2	84,2	136,1	136,1	0,6	0,6	21,6%	3,6%	1,8	9,5%	14,4%	7,8%	11,3%	22,7
Krøger A/S	13,7	11,8	24,9%	8,9	15,7	1,8	1,8	13,9	13,9	0,1	0,1	56,6%	3,6%	1,0	9,5%	9,5%	7,8%	9,1%	7,5
Kwintet Danmark A/S	9,8	8,8	25,0%	6,6	114,8	-156,2	382,5	271,1	271,1	-0,6	1,4	5,7%	3,6%	1,8	9,5%	14,3%	7,8%	9,4%	-4,2
Lagkagehuset A/S	24,3	16,9	25,4%	12,6	47,0	12,0	12,0	35,0	35,0	0,3	0,3	26,8%	3,6%	0,9	9,5%	9,0%	6,8%	8,0%	8,8
Legoland ApS	135,9	107,4	26,8%	78,5	394,1	178,1	178,1	216,0	216,0	0,8	0,8	19,9%	3,6%	1,8	9,5%	14,2%	7,8%	10,4%	37,6
Logstor A/S	68,4	19,7	34,9%	12,9	293,6	123,9	123,9	169,7	169,7	0,7	0,7	4,4%	3,6%	0,9	9,5%	9,0%	6,8%	7,1%	-8,0
Mach ApS	132,2	86,2	25,2%	64,4	224,3	-41,1	374,5	265,4	265,4	-0,2	1,4	28,7%	3,6%	1,8	9,5%	14,0%	7,8%	9,3%	43,7
Mejerigaarden A/S	30,0	17,6	25,2%	13,2	140,7	78,5	78,5	62,2	62,2	1,3	1,3	9,4%	3,6%	1,0	9,5%	9,6%	6,8%	7,1%	3,2
Noa Noa ApS	50,9	36,9	26,2%	27,3	129,2	17,2	17,2	111,9	111,9	0,2	0,2	21,1%	3,6%	1,6	9,5%	12,9%	7,8%	11,9%	11,8
Novenco A/S	-61,4	-72,6	25,9%	-53,8	160,4	43,5	43,5	116,9	116,9	0,4	0,4	-33,5%	3,6%	1,2	9,5%	10,5%	7,8%	9,2%	-68,6
Novenco Fire Fighting A/S	-16,4	-20,0	24,9%	-15,0	7,3	-4,4	16,5	11,7	11,7	-0,4	1,4	-206,0%	3,6%	1,6	9,5%	13,1%	7,8%	8,9%	-15,7
PWT A/S	25,0	-35,2	17,0%	-29,2	964,6	570,3	570,3	394,2	394,2	1,4	1,4	-3,0%	3,6%	1,8	9,5%	14,5%	7,8%	9,8%	-123,3
Qubiq A/S	-52,4	56,5	25,0%	42,4	57,2	22,5	22,5	34,7	34,7	0,6	0,6	74,1%	3,6%	1,1	9,5%	10,3%	7,8%	8,5%	37,5
Reson A/S	-52,0	-85,6	25,0%	-64,2	152,6	126,5	126,5	26,1	26,1	4,8	4,8	-42,1%	3,6%	1,7	9,5%	13,7%	7,8%	7,2%	-75,2
Riegens A/S	3,8	-4,6	24,0%	-3,5	88,0	51,5	51,5	36,5	36,5	1,4	1,4	-4,0%	3,6%	1,4	9,5%	11,6%	7,8%	8,3%	-10,8
Scan Global Logistics A/S	-59,7	-65,4	25,0%	-49,1	81,9	105,4	105,4	-23,4	74,7	-4,5	1,4	-59,9%	3,6%	0,8	9,5%	8,5%	7,8%	7,0%	-54,8
SFK Systems A/S	1,0	-16,3	14,3%	-13,9	207,5	146,9	146,9	60,6	60,6	2,4	2,4	-6,7%	3,6%	1,5	9,5%	12,3%	7,8%	8,3%	-31,3
Sika Design A/S	5,3	5,1	27,1%	3,7	19,9	0,6	0,6	19,3	19,3	0,0	0,0	18,5%	3,6%	1,1	9,5%	10,1%	7,8%	9,9%	1,7
Skamol A/S	24,4	7,8	34,9%	5,1	223,3	109,1	109,1	114,2	114,2	1,0	1,0	2,3%	3,6%	1,1	9,5%	10,1%	7,8%	7,7%	-12,0
Spinning Jewelry A/S	15,3	13,3	24,6%	10,1	19,3	1,0	1,0	18,3	18,3	0,1	0,1	52,2%	3,6%	1,6	9,5%	13,3%	7,8%	12,9%	7,6
Svendborg Brakes A/S	47,1	33,7	25,0%	25,3	308,7	19,8	19,8	289,0	289,0	0,1	0,1	8,2%	3,6%	1,4	9,5%	12,0%	7,8%	11,6%	-10,6
SystemTeknik A/S	-6,4	-7,3	24,1%	-5,5	10,6	0,0	15,0	10,6	10,6	0,0	1,4	-52,1%	3,6%	1,9	9,5%	15,0%	7,8%	9,7%	-6,5
TMK A/S	-13,5	-19,4	27,4%	-14,1	172,1	124,0	124,0	48,1	48,1	2,6	2,6	-8,2%	3,6%	1,5	9,5%	12,4%	6,3%	6,8%	-25,8
Unifeeder A/S	321,9	318,1	25,0%	238,6	134,0	-125,5	366,2	259,5	259,5	-0,5	1,4	178,0%	3,6%	1,2	9,5%	10,5%	7,8%	7,8%	228,1
United Textile Group A/S	23,7	19,2	24,0%	14,6	60,0	23,8	23,8	36,2	36,2	0,7	0,7	24,3%	3,6%	1,3	9,5%	11,2%	7,8%	9,1%	9,1
Vernal A/S	4,6	-55,5	25,0%	-41,6	458,0	438,0	438,0	20,0	20,0	21,9	21,9	-9,1%	3,6%	1,8	9,5%	14,2%	7,8%	6,2%	-70,2
Winnie Papir A/S	24,8	14,9	34,2%	9,8	187,2	68,0	68,0	119,1	119,1	0,6	0,6	5,2%	3,6%	1,0	9,5%	9,3%	7,8%	7,8%	-4,8
Wrist Group A/S	352,6	317,9	21,9%	248,3	1999,9	1359,2	1359,2	640,7	640,7	2,1	2,1	12,4%	3,6%	1,5	9,5%	12,3%	7,8%	8,1%	86,3
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	15,3	9,2	25,0%	6,9	133,2	78,2	78,2	55,0	55,0	1,4	1,4	5,2%	3,6%	1,4	9,5%	11,8%	7,8%	8,3%	-4,2

Kilde: Selskabernes årsregnskaber og egen tilvirkning

Bilag F – Datagrundlag til EVA-analyse for 2010

(mio. kr.)

Porteføljeselskab	EBITDA	EBIT	Skatte-sats	NOPAT	Inv. kapital	NIBD	Just. NIBD	EK	Just. EK	D/E	Just. D/E	ROIC	Rf	β	Rm	Re	Rd	WACC	EVA
Active Sportswear International A/S	1,0	-2,9	23,7%	-2,2	103,2	76,0	76,0	27,3	27,3	2,8	2,8	-2,1%	2,9%	1,9	10,1%	16,4%	5,3%	7,3%	-9,7
AH Industries A/S	32,8	-1,3	25,0%	-1,0	1038,8	307,2	307,2	731,6	731,6	0,4	0,4	-0,1%	2,9%	1,3	10,1%	12,3%	5,3%	9,8%	-102,8
Alliance+ A/S	35,9	18,3	40,0%	11,0	177,9	27,8	27,8	150,2	150,2	0,2	0,2	6,2%	2,9%	0,8	10,1%	8,7%	5,3%	7,8%	-3,0
Ball Group ApS	62,2	48,5	27,2%	35,3	109,0	57,6	57,6	51,5	51,5	1,1	1,1	32,4%	2,9%	1,5	10,1%	13,8%	5,3%	8,6%	25,9
Bang & Olufsen Medicom A/S	0,2	-5,3	25,0%	-4,0	34,6	32,7	32,7	1,8	1,8	18,0	18,0	-11,5%	2,9%	1,2	10,1%	11,9%	5,3%	4,4%	-5,5
Biblioteksmedier A/S	33,8	27,1	25,6%	20,2	56,8	15,8	15,8	41,0	41,0	0,4	0,4	35,6%	2,9%	1,0	10,1%	10,1%	5,3%	8,4%	15,5
BLIP Systems A/S	1,8	1,5	25,0%	1,1	1,0	-3,4	6,0	4,4	4,4	-0,8	1,3	113,3%	2,9%	2,0	10,1%	17,2%	5,3%	9,6%	1,0
Bollerup Jensen A/S	14,9	14,4	25,0%	10,8	10,1	-5,6	21,0	15,7	15,7	-0,4	1,3	107,4%	2,9%	1,9	10,1%	16,6%	5,3%	9,4%	9,9
BTX Group A/S	131,9	119,5	28,2%	85,8	199,3	36,9	36,9	162,4	162,4	0,2	0,2	43,0%	2,9%	1,3	10,1%	11,9%	5,3%	10,4%	65,0
Cane-Line A/S	28,3	28,5	25,0%	21,4	34,0	-16,2	67,3	50,2	50,2	-0,3	1,3	62,9%	2,9%	1,9	10,1%	16,8%	5,3%	9,5%	18,2
Combilent A/S	8,0	7,6	25,5%	5,6	22,7	5,8	5,8	16,9	16,9	0,3	0,3	24,9%	2,9%	1,9	10,1%	16,5%	5,3%	13,3%	2,6
Concepta A/S	2,7	1,5	25,9%	1,1	21,2	17,1	17,1	4,0	4,0	4,2	4,2	5,4%	2,9%	2,0	10,1%	17,0%	5,3%	6,4%	-0,2
Contex A/S	39,9	15,0	26,0%	11,1	122,0	48,0	48,0	74,0	74,0	0,6	0,6	9,1%	2,9%	1,1	10,1%	10,7%	7,3%	8,6%	0,6
Da'Core A/S	1,7	-2,3	28,2%	-1,7	55,3	17,7	17,7	37,6	37,6	0,5	0,5	-3,0%	2,9%	1,6	10,1%	14,4%	5,3%	11,0%	-7,8
Dako A/S	438,2	376,2	23,9%	286,1	1273,3	544,0	544,0	729,3	729,3	0,7	0,7	22,5%	2,9%	1,5	10,1%	13,7%	5,3%	9,6%	164,5
Dansk Cater A/S	23,6	15,6	25,0%	11,7	502,3	331,8	331,8	170,5	170,5	1,9	1,9	2,3%	2,9%	1,9	10,1%	16,3%	5,3%	8,2%	-29,3
EG A/S	83,3	61,6	27,2%	44,8	261,7	-44,7	410,7	306,4	306,4	-0,1	1,3	17,1%	2,9%	1,6	10,1%	14,1%	7,3%	9,1%	21,1
Elite Gaming A/S	26,0	9,8	32,2%	6,6	44,7	33,2	33,2	11,5	11,5	2,9	2,9	14,8%	2,9%	1,9	10,1%	16,8%	6,3%	7,5%	3,3
Ellegaard A/S	14,9	11,0	24,2%	8,3	27,5	5,6	5,6	21,9	21,9	0,3	0,3	30,3%	2,9%	1,4	10,1%	12,8%	4,8%	10,9%	5,3
Hamlet Protein A/S	47,5	31,2	27,3%	22,7	150,2	78,6	78,6	71,6	71,6	1,1	1,1	15,1%	2,9%	1,2	10,1%	11,3%	4,8%	7,2%	11,8
Haslev Møbelsnedkeri A/S	9,9	9,6	25,0%	7,2	30,2	10,7	10,7	19,5	19,5	0,6	0,6	23,8%	2,9%	1,5	10,1%	13,4%	5,3%	10,0%	4,2
Hi-Con A/S	-8,6	-9,4	24,6%	-7,1	13,0	19,1	19,1	-6,1	14,2	-3,2	1,3	-54,2%	2,9%	1,4	10,1%	13,2%	5,8%	8,1%	-8,1
Hydra Tech A/S	17,5	10,6	25,0%	8,0	223,4	43,1	43,1	180,3	180,3	0,2	0,2	3,6%	2,9%	0,9	10,1%	9,2%	5,3%	8,2%	-10,4
Haarslev Industries A/S	100,9	71,5	25,0%	53,6	386,5	294,6	294,6	91,9	91,9	3,2	3,2	13,9%	2,9%	1,6	10,1%	14,2%	5,3%	6,4%	28,9
IDdesign A/S	-105,0	-176,0	10,4%	-157,6	598,0	423,0	423,0	175,0	175,0	2,4	2,4	-26,4%	2,9%	2,1	10,1%	17,7%	5,3%	8,5%	-208,7
Interbuild ApS	-1,6	-90,4	17,8%	-74,3	447,9	293,7	293,7	154,2	154,2	1,9	1,9	-16,6%	2,9%	1,6	10,1%	14,2%	5,8%	8,0%	-110,3

Inwido A/S	73,8	-34,3	25,0%	-25,7	799,5	690,2	690,2	109,3	109,3	6,3	6,3	-3,2%	2,9%	1,4	10,1%	12,7%	5,8%	5,5%	-69,6
IT2 Holding ApS	13,8	12,4	25,0%	9,3	69,4	8,5	8,5	60,9	60,9	0,1	0,1	13,4%	2,9%	1,3	10,1%	12,4%	5,3%	11,4%	1,4
J. Hvidtved Larsen A/S	11,0	2,8	20,2%	2,2	70,9	42,4	42,4	28,5	28,5	1,5	1,5	3,1%	2,9%	1,4	10,1%	12,8%	5,3%	7,7%	-3,2
Jeka Fish A/S	15,7	11,8	25,0%	8,8	59,6	30,5	30,5	29,1	29,1	1,1	1,1	14,8%	2,9%	1,2	10,1%	11,2%	4,8%	7,3%	4,5
K.P. Komponenter A/S	47,4	28,0	25,1%	21,0	168,3	102,0	102,0	66,3	66,3	1,5	1,5	12,5%	2,9%	1,8	10,1%	16,1%	5,3%	8,8%	6,2
KA Interiør A/S	9,7	7,2	25,2%	5,4	12,3	-10,3	30,3	22,6	22,6	-0,5	1,3	43,8%	2,9%	2,2	10,1%	18,6%	5,3%	10,2%	4,1
Kabooki A/S	3,9	2,7	30,7%	1,9	26,2	8,4	8,4	17,9	17,9	0,5	0,5	7,2%	2,9%	1,3	10,1%	12,5%	5,3%	9,7%	-0,7
KE Fibertec A/S	5,6	4,2	25,2%	3,1	25,8	10,9	10,9	14,9	14,9	0,7	0,7	12,1%	2,9%	1,3	10,1%	12,4%	5,3%	8,8%	0,8
Kompan A/S	101,3	66,7	21,7%	52,2	463,7	251,0	251,0	212,6	212,6	1,2	1,2	11,3%	2,9%	1,9	10,1%	16,5%	5,3%	9,8%	6,7
Krøger A/S	17,7	15,6	25,1%	11,7	15,4	1,2	1,2	14,3	14,3	0,1	0,1	75,9%	2,9%	1,1	10,1%	10,5%	5,3%	10,0%	10,2
Kwintet Danmark A/S	11,0	10,0	15,6%	8,4	126,6	-166,6	393,0	293,2	293,2	-0,6	1,3	6,7%	2,9%	2,0	10,1%	17,1%	5,3%	9,8%	-4,0
Lagkagehuset A/S	21,8	7,8	29,1%	5,5	57,5	17,0	17,0	40,5	40,5	0,4	0,4	9,6%	2,9%	0,9	10,1%	9,7%	4,8%	7,8%	1,0
Legoland ApS	156,8	126,2	27,0%	92,1	363,5	-140,5	675,7	504,1	504,1	-0,3	1,3	25,3%	2,9%	2,0	10,1%	17,2%	6,3%	10,0%	55,9
Logstor A/S	83,5	40,1	28,6%	28,7	256,4	75,1	75,1	181,3	181,3	0,4	0,4	11,2%	2,9%	1,0	10,1%	9,8%	5,3%	8,0%	8,1
Mach ApS	72,8	49,8	25,0%	37,4	127,2	-71,3	266,2	198,6	198,6	-0,4	1,3	29,4%	2,9%	1,6	10,1%	14,7%	5,8%	8,8%	26,2
Mejerigaarden A/S	30,6	17,7	27,6%	12,8	149,1	77,3	77,3	71,8	71,8	1,1	1,1	8,6%	2,9%	1,0	10,1%	10,4%	4,8%	6,8%	2,7
Noa Noa ApS	56,5	46,7	15,9%	39,3	131,3	-31,2	217,9	162,6	162,6	-0,2	1,3	29,9%	2,9%	1,7	10,1%	15,1%	5,3%	9,0%	27,5
Novenco A/S	-45,1	-61,4	25,0%	-46,1	173,1	70,6	70,6	102,5	102,5	0,7	0,7	-26,6%	2,9%	1,2	10,1%	11,5%	5,3%	8,5%	-60,7
Novenco Fire Fighting A/S	-7,1	-9,7	24,9%	-7,3	11,1	7,0	7,0	4,2	4,2	1,7	1,7	-65,8%	2,9%	1,7	10,1%	15,1%	5,3%	8,2%	-8,2
PWT A/S	76,1	16,2	25,0%	12,2	962,1	490,7	490,7	471,4	471,4	1,0	1,0	1,3%	2,9%	2,0	10,1%	17,1%	5,3%	10,4%	-87,8
Qubiq A/S	5,8	1,7	25,0%	1,3	139,5	72,2	72,2	67,3	67,3	1,1	1,1	0,9%	2,9%	1,1	10,1%	10,9%	4,8%	7,1%	-8,6
Reson A/S	-15,3	-38,5	25,0%	-28,9	147,2	135,0	135,0	12,2	12,2	11,1	11,1	-19,6%	2,9%	1,8	10,1%	15,5%	5,3%	4,9%	-36,1
Riegens A/S	36,4	28,0	28,4%	20,1	112,5	67,2	67,2	45,3	45,3	1,5	1,5	17,8%	2,9%	1,4	10,1%	13,0%	6,3%	7,9%	11,1
Scan Global Logistics A/S	47,6	36,3	35,5%	23,4	89,4	11,3	11,3	78,0	78,0	0,1	0,1	26,2%	2,9%	0,9	10,1%	9,1%	5,3%	8,4%	15,9
Schades A/S	24,0	11,5	18,9%	9,3	201,5	70,9	70,9	130,7	130,7	0,5	0,5	4,6%	2,9%	1,0	10,1%	10,2%	6,3%	8,4%	-7,7
SFK Systems A/S	29,6	9,2	25,0%	6,9	224,5	163,4	163,4	61,1	61,1	2,7	2,7	3,1%	2,9%	1,5	10,1%	13,8%	5,3%	6,6%	-8,0
Sika Design A/S	1,7	1,5	23,0%	1,2	22,2	4,1	4,1	18,1	18,1	0,2	0,2	5,3%	2,9%	1,2	10,1%	11,7%	5,3%	10,3%	-1,1
Skamol A/S	40,8	21,1	28,5%	15,1	236,5	110,0	110,0	126,5	126,5	0,9	0,9	6,4%	2,9%	1,1	10,1%	10,8%	5,8%	7,7%	-3,2
Solum A/S	5,1	-3,9	24,9%	-2,9	70,4	46,3	46,3	24,2	24,2	1,9	1,9	-4,1%	2,9%	1,1	10,1%	10,5%	6,3%	6,7%	-7,6
Sonion A/S	2,5	-12,6	25,0%	-9,5	422,3	72,7	72,7	349,6	349,6	0,2	0,2	-2,2%	2,9%	1,9	10,1%	16,4%	5,3%	14,3%	-69,7

Spinning Jewelry A/S	-8,8	-10,8	25,9%	-8,0	28,5	22,8	22,8	5,6	5,6	4,1	4,1	-28,1%	2,9%	1,7	10,1%	14,8%	6,3%	6,7%	-9,9
Stofa A/S	176,2	102,7	25,3%	76,7	383,8	-45,7	575,8	429,5	429,5	-0,1	1,3	20,0%	2,9%	1,6	10,1%	14,6%	7,3%	9,4%	40,8
Svendborg Brakes A/S	72,8	63,4	18,7%	51,6	379,1	17,4	17,4	361,7	361,7	0,0	0,0	13,6%	2,9%	1,7	10,1%	14,8%	5,8%	14,3%	-2,8
SystemTeknik A/S	-7,1	-7,8	25,1%	-5,9	14,8	10,3	10,3	4,6	4,6	2,2	2,2	-39,6%	2,9%	1,9	10,1%	16,6%	5,3%	7,9%	-7,0
TMK A/S	15,7	7,9	10,7%	7,1	166,5	110,3	110,3	56,2	56,2	2,0	2,0	4,3%	2,9%	1,6	10,1%	14,1%	4,8%	7,6%	-5,6
Traen A/S	32,9	12,5	25,0%	9,4	142,2	137,9	137,9	4,3	4,3	32,1	32,1	6,6%	2,9%	2,2	10,1%	19,1%	5,3%	4,4%	3,1
Unifeeder A/S	292,4	281,4	25,0%	211,0	164,7	-284,1	601,7	448,9	448,9	-0,6	1,3	128,1%	2,9%	1,2	10,1%	11,5%	5,3%	7,2%	199,2
United Textile Group A/S	22,0	18,5	25,6%	13,7	67,2	27,1	27,1	40,1	40,1	0,7	0,7	20,4%	2,9%	1,4	10,1%	12,9%	5,3%	9,3%	7,5
Vernal A/S	36,8	13,7	25,0%	10,2	509,1	485,5	485,5	23,6	23,6	20,6	20,6	2,0%	2,9%	1,9	10,1%	16,9%	5,3%	4,6%	-13,0
Winnie Papir A/S	30,2	20,2	29,4%	14,3	183,0	71,9	71,9	111,1	111,1	0,6	0,6	7,8%	2,9%	1,0	10,1%	10,1%	6,3%	7,9%	-0,2
Wrist Group A/S	493,1	417,8	26,7%	306,4	2818,0	1904,3	1904,3	913,6	913,6	2,1	2,1	10,9%	2,9%	1,5	10,1%	13,7%	5,3%	7,1%	107,1
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	20,4	14,2	32,6%	9,6	135,0	75,9	75,9	59,1	59,1	1,3	1,3	7,1%	2,9%	1,4	10,1%	13,0%	6,3%	8,1%	-1,3

Kilde: Selskabernes årsregnskaber og egen tilvirkning

Bilag G – Datagrundlag til EVA-analyse for 2011

(mio. kr.)

Porteføljeselskab	EBITDA	EBIT	Skatte-sats	NOPAT	Inv. kapital	NIBD	Just. NIBD	EK	Just. EK	Just. D/E	D/E	ROIC	Rf	β	Rm	Re	Rd	WACC	EVA
Active Sportswear International A/S	3,8	-0,4	24,2%	-0,3	123,8	93,2	93,2	30,6	30,6	3,0	3,0	-0,2%	2,7%	1,8	8,7%	13,3%	4,4%	5,8%	-7,5
AH Industries A/S	65,8	20,1	39,5%	12,1	1046,4	316,3	316,3	730,1	730,1	0,4	0,4	1,2%	2,7%	1,4	8,7%	11,2%	3,9%	8,5%	-77,1
Alliance+ A/S	37,1	18,1	25,0%	13,6	181,9	36,3	36,3	145,6	145,6	0,2	0,2	7,5%	2,7%	0,8	8,7%	7,3%	3,9%	6,4%	1,9
Ball Group ApS	65,4	51,1	20,5%	40,6	148,7	67,9	67,9	80,8	80,8	0,8	0,8	27,3%	2,7%	1,4	8,7%	11,3%	4,4%	7,7%	29,1
Bang & Olufsen Medicom A/S	-4,7	-9,9	25,0%	-7,4	17,0	21,4	21,4	-4,3	13,0	-4,9	1,6	-43,4%	2,7%	1,7	8,7%	12,7%	4,4%	6,8%	-8,6
Biblioteksmedier A/S	38,7	32,4	25,5%	24,1	54,5	20,4	20,4	34,2	34,2	0,6	0,6	44,3%	2,7%	1,0	8,7%	8,7%	3,9%	6,5%	20,6
BioGasol ApS	-10,3	-13,0	35,5%	-8,4	61,8	51,4	51,4	10,4	10,4	5,0	5,0	-13,6%	2,7%	1,6	8,7%	12,5%	5,9%	5,3%	-11,7
BLIP Systems A/S	2,5	2,3	25,0%	1,8	4,9	-1,8	11,1	6,8	6,8	-0,3	1,6	35,4%	2,7%	2,0	8,7%	14,5%	3,9%	7,3%	1,4
Bollerup Jensen A/S	15,1	14,6	25,0%	10,9	9,5	-1,7	18,4	11,3	11,3	-0,2	1,6	114,8%	2,7%	1,8	8,7%	13,6%	3,9%	7,0%	10,3
BTX Group A/S	336,8	76,4	25,0%	57,3	180,4	262,7	262,7	-82,3	160,3	-3,2	1,6	31,8%	2,7%	1,2	8,7%	9,8%	4,4%	5,7%	46,9
Cane-Line A/S	32,0	31,1	25,0%	23,3	35,9	-23,0	96,5	58,9	58,9	-0,4	1,6	65,1%	2,7%	2,1	8,7%	15,4%	4,4%	7,9%	20,5
Cimbric Fiskekonserver A/S	-2,9	-4,2	25,1%	-3,2	29,7	25,4	25,4	4,4	4,4	5,8	5,8	-10,6%	2,7%	1,4	8,7%	11,3%	3,4%	3,8%	-4,3
Combilent A/S	6,0	5,7	25,1%	4,3	27,3	23,0	23,0	4,3	4,3	5,3	5,3	15,7%	2,7%	1,9	8,7%	13,9%	3,9%	4,6%	3,0
Concepta A/S	-1,7	-4,2	24,7%	-3,2	21,9	15,7	15,7	6,2	6,2	2,6	2,6	-14,6%	2,7%	2,1	8,7%	15,5%	4,4%	6,7%	-4,7
Contex A/S	51,6	29,9	21,1%	23,6	127,0	30,7	30,7	96,4	96,4	0,3	0,3	18,6%	2,7%	1,1	8,7%	9,2%	4,9%	7,9%	13,6
Da'Core A/S	10,9	5,8	22,8%	4,5	125,1	87,7	87,7	37,4	37,4	2,3	2,3	3,6%	2,7%	1,7	8,7%	13,1%	4,4%	6,3%	-3,4
Dako A/S	407,1	345,4	27,0%	252,1	1464,5	485,3	485,3	979,2	979,2	0,5	0,5	17,2%	2,7%	1,9	8,7%	14,1%	4,4%	10,5%	98,5
Damolin A/S	43,4	25,1	32,8%	16,9	155,2	69,1	69,1	86,2	86,2	0,8	0,8	10,9%	2,7%	1,3	8,7%	10,5%	5,9%	7,6%	5,1
Dansk Cater A/S	21,3	0,9	25,0%	0,7	522,9	246,1	246,1	276,8	276,8	0,9	0,9	0,1%	2,7%	1,8	8,7%	13,5%	3,9%	8,5%	-43,9
EG A/S	128,6	79,4	25,6%	59,0	460,3	70,2	70,2	390,1	390,1	0,2	0,2	12,8%	2,7%	1,5	8,7%	11,5%	3,9%	10,2%	12,2
Elite Gaming A/S	22,1	3,4	25,0%	2,6	233,2	67,0	67,0	166,2	166,2	0,4	0,4	1,1%	2,7%	1,7	8,7%	13,0%	3,9%	10,1%	-21,0
Ellegaard A/S	18,4	14,5	26,6%	10,6	26,6	17,6	17,6	9,0	9,0	2,0	2,0	40,0%	2,7%	1,3	8,7%	10,3%	3,4%	5,1%	9,3
Epoke A/S	24,7	19,0	19,4%	15,3	140,3	70,7	70,7	69,7	69,7	1,0	1,0	10,9%	2,7%	1,3	8,7%	10,7%	3,4%	6,7%	5,9
Gram Equipment A/S	35,8	33,5	24,4%	25,4	24,0	-36,4	98,9	60,3	60,3	-0,6	1,6	105,8%	2,7%	1,5	8,7%	11,9%	3,4%	6,1%	23,9
Hamlet Protein A/S	38,1	22,0	28,0%	15,9	225,7	139,0	139,0	86,8	86,8	1,6	1,6	7,0%	2,7%	1,2	8,7%	9,9%	3,4%	5,3%	3,9
Haslev Møbelsnedkeri A/S	7,5	7,2	25,0%	5,4	28,7	12,0	12,0	16,6	16,6	0,7	0,7	18,9%	2,7%	1,6	8,7%	12,1%	4,4%	8,4%	3,0

Hi-Con A/S	-2,4	-1,6	30,7%	-1,1	16,7	9,1	9,1	7,5	7,5	1,2	1,2	-6,5%	2,7%	1,4	8,7%	11,2%	3,9%	6,5%	-2,2
Hydra Tech A/S	5,7	-1,3	25,0%	-1,0	207,4	47,2	47,2	160,2	160,2	0,3	0,3	-0,5%	2,7%	0,8	8,7%	7,7%	3,9%	6,6%	-14,8
Haarslev Industries A/S	170,3	140,6	33,1%	94,0	327,7	181,6	181,6	146,1	146,1	1,2	1,2	28,7%	2,7%	1,6	8,7%	12,5%	3,4%	6,8%	71,7
IDdesign A/S	-83,0	-143,0	29,0%	-101,5	636,0	379,0	379,0	257,0	257,0	1,5	1,5	-16,0%	2,7%	2,2	8,7%	16,1%	4,4%	8,4%	-154,7
Interbuild ApS	24,0	-11,2	25,5%	-8,4	438,7	309,8	309,8	129,0	129,0	2,4	2,4	-1,9%	2,7%	1,6	8,7%	12,0%	3,9%	5,6%	-32,8
Inwido A/S	92,9	31,3	25,0%	23,5	780,9	675,4	675,4	105,5	105,5	6,4	6,4	3,0%	2,7%	1,4	8,7%	10,8%	3,9%	4,0%	-7,5
IT2 Holding ApS	18,8	11,4	25,0%	8,5	58,1	-9,4	110,6	67,5	67,5	-0,1	1,6	14,7%	2,7%	1,0	8,7%	8,7%	4,4%	5,3%	5,5
J. Hvidtved Larsen A/S	23,8	17,3	24,7%	13,0	87,9	48,3	48,3	39,6	39,6	1,2	1,2	14,8%	2,7%	1,9	8,7%	14,2%	3,9%	8,0%	6,0
Jeka Fish A/S	15,8	10,2	25,1%	7,7	83,1	57,0	57,0	26,2	26,2	2,2	2,2	9,2%	2,7%	1,2	8,7%	9,7%	3,4%	4,8%	3,7
K.P. Komponenter A/S	53,8	34,5	25,1%	25,9	185,8	112,9	112,9	72,9	72,9	1,5	1,5	13,9%	2,7%	2,1	8,7%	15,0%	3,9%	7,6%	11,7
KA Interiør A/S	10,6	8,2	24,3%	6,2	12,6	-11,4	39,3	24,0	24,0	-0,5	1,6	49,0%	2,7%	2,4	8,7%	16,8%	4,4%	8,4%	5,1
Kabooki A/S	-4,6	-5,2	24,6%	-3,9	37,5	21,0	21,0	16,5	16,5	1,3	1,3	-10,4%	2,7%	1,3	8,7%	10,3%	4,4%	6,4%	-6,3
KE Fibertec A/S	8,8	7,5	20,4%	6,0	25,6	5,8	5,8	19,8	19,8	0,3	0,3	23,4%	2,7%	1,4	8,7%	10,9%	3,4%	9,0%	3,7
Kompan A/S	66,2	40,5	13,7%	35,0	547,5	250,2	250,2	297,3	297,3	0,8	0,8	6,4%	2,7%	2,2	8,7%	16,0%	4,9%	10,6%	-23,1
Krøger A/S	20,5	18,8	25,1%	14,1	19,3	1,9	1,9	17,4	17,4	0,1	0,1	73,1%	2,7%	1,0	8,7%	8,8%	3,9%	8,3%	12,5
Kwintet Danmark A/S	-4,4	-5,3	25,0%	-3,9	103,8	-209,4	513,1	313,2	313,2	-0,7	1,6	-3,8%	2,7%	1,9	8,7%	13,9%	4,4%	7,3%	-11,5
Labofa A/S	3,3	2,3	25,1%	1,7	8,6	5,2	5,2	3,5	3,5	1,5	1,5	19,6%	2,7%	2,1	8,7%	15,5%	4,4%	8,2%	1,0
Lagkagehuset A/S	36,0	17,9	25,1%	13,4	89,3	37,2	37,2	52,1	52,1	0,7	0,7	15,0%	2,7%	1,0	8,7%	8,4%	3,4%	6,0%	8,1
Legoland ApS	162,9	132,1	25,1%	98,9	367,8	-234,5	986,8	602,2	602,2	-0,4	1,6	26,9%	2,7%	1,8	8,7%	13,5%	5,9%	7,9%	70,0
Logstor A/S	73,7	38,4	28,1%	27,6	211,2	4,1	4,1	207,1	207,1	0,0	0,0	13,1%	2,7%	1,0	8,7%	8,6%	3,4%	8,5%	9,7
Mach ApS	34,4	23,4	25,0%	17,6	129,7	-96,9	371,3	226,6	226,6	-0,4	1,6	13,6%	2,7%	1,6	8,7%	12,3%	4,4%	6,7%	8,9
Mejerigaarden A/S	30,5	14,8	13,6%	12,8	169,2	86,0	86,0	83,1	83,1	1,0	1,0	7,6%	2,7%	1,1	8,7%	9,1%	3,4%	5,9%	2,7
Noa Noa ApS	9,5	-10,6	25,0%	-7,9	157,9	17,5	17,5	140,4	140,4	0,1	0,1	-5,0%	2,7%	1,6	8,7%	12,3%	4,4%	11,3%	-25,9
Nordgroup A/S	48,9	18,1	31,8%	12,3	247,7	-2,4	409,8	250,1	250,1	0,0	1,6	5,0%	2,7%	1,1	8,7%	9,5%	4,9%	5,7%	-1,7
Novenco A/S	-5,9	-21,1	31,8%	-14,4	81,2	-5,5	142,0	86,7	86,7	-0,1	1,6	-17,8%	2,7%	1,2	8,7%	10,1%	3,4%	5,3%	-18,7
Novenco Fire Fighting A/S	3,2	0,9	25,0%	0,7	8,8	4,7	4,7	4,2	4,2	1,1	1,1	7,6%	2,7%	1,6	8,7%	12,5%	3,9%	7,5%	0,0
Nümph A/S	55,2	48,8	28,8%	34,7	127,4	63,1	63,1	64,3	64,3	1,0	1,0	27,3%	2,7%	1,4	8,7%	11,1%	4,4%	7,1%	25,7
Oliver's Petfood A/S	-1,4	-1,6	22,8%	-1,2	10,8	5,8	5,8	4,9	4,9	1,2	1,2	-11,2%	2,7%	1,1	8,7%	9,1%	3,4%	5,6%	-1,8
Paradis Danmark A/S	0,3	-0,8	21,4%	-0,7	10,8	9,9	9,9	0,9	0,9	11,3	11,3	-6,1%	2,7%	1,4	8,7%	11,3%	3,4%	3,3%	-1,0
Pierre.dk Autolakering A/S	20,5	11,7	25,0%	8,8	94,2	50,8	50,8	43,3	43,3	1,2	1,2	9,4%	2,7%	1,8	8,7%	13,3%	4,4%	7,9%	1,4

PWT A/S	61,0	-3,9	25,0%	-2,9	919,3	463,7	463,7	455,6	455,6	1,0	1,0	-0,3%	2,7%	1,9	8,7%	14,0%	4,4%	8,6%	-81,7
Qubiq A/S	-1,8	-10,5	23,4%	-8,0	114,1	84,2	84,2	29,8	29,8	2,8	2,8	-7,0%	2,7%	1,2	8,7%	9,7%	2,9%	4,2%	-12,7
Reson A/S	29,6	0,0	25,0%	0,0	115,9	103,0	103,0	12,9	12,9	8,0	8,0	0,0%	2,7%	1,8	8,7%	13,5%	3,4%	3,8%	-4,4
Riegens A/S	27,4	19,8	28,6%	14,2	100,1	58,2	58,2	41,9	41,9	1,4	1,4	14,2%	2,7%	1,3	8,7%	10,5%	4,4%	6,2%	8,0
Scan Global Logistics A/S	11,7	1,2	25,0%	0,9	56,8	-47,7	171,2	104,5	104,5	-0,5	1,6	1,6%	2,7%	0,8	8,7%	7,5%	3,9%	4,6%	-1,7
Schades A/S	17,3	5,3	25,0%	4,0	182,1	48,5	48,5	133,7	133,7	0,4	0,4	2,2%	2,7%	1,0	8,7%	8,5%	4,9%	7,2%	-9,1
SFK Systems A/S	63,3	40,6	23,2%	31,2	229,4	91,1	91,1	138,3	138,3	0,7	0,7	13,6%	2,7%	1,6	8,7%	12,1%	3,4%	8,3%	12,1
Sika Design A/S	2,3	1,8	25,7%	1,3	20,2	2,1	2,1	18,0	18,0	0,1	0,1	6,6%	2,7%	1,3	8,7%	10,6%	4,4%	9,8%	-0,6
Skamol A/S	74,1	54,7	25,7%	40,6	220,7	58,6	58,6	162,1	162,1	0,4	0,4	18,4%	2,7%	1,1	8,7%	9,2%	3,9%	7,5%	24,0
Solum A/S	-1,4	-11,0	22,1%	-8,5	64,0	51,7	51,7	12,3	12,3	4,2	4,2	-13,3%	2,7%	1,0	8,7%	8,7%	4,9%	4,7%	-11,6
Sonion A/S	31,0	16,3	25,0%	12,3	879,1	724,1	724,1	155,0	155,0	4,7	4,7	1,4%	2,7%	1,8	8,7%	13,6%	3,9%	4,8%	-29,8
Spinning Jewelry A/S	-22,5	-25,4	24,8%	-19,1	35,3	26,4	26,4	8,9	8,9	3,0	3,0	-54,1%	2,7%	1,6	8,7%	12,3%	4,9%	5,8%	-21,1
Stofa A/S	198,2	115,5	26,7%	84,6	350,8	-168,9	851,6	519,7	519,7	-0,3	1,6	24,1%	2,7%	1,6	8,7%	12,2%	5,9%	7,3%	59,0
Svendborg Brakes A/S	35,2	25,5	21,6%	20,0	376,3	-23,6	655,3	399,9	399,9	-0,1	1,6	5,3%	2,7%	1,6	8,7%	12,1%	4,4%	6,7%	-5,3
System Frugt A/S	34,4	27,4	14,8%	23,3	84,5	27,2	27,2	57,3	57,3	0,5	0,5	27,6%	2,7%	0,8	8,7%	7,4%	3,4%	6,0%	18,3
SystemTeknik A/S	1,4	0,9	17,2%	0,8	14,1	8,9	8,9	5,1	5,1	1,7	1,7	5,4%	2,7%	1,9	8,7%	14,0%	3,9%	7,1%	-0,3
TMK A/S	27,9	22,4	26,3%	16,5	143,3	74,0	74,0	69,3	69,3	1,1	1,1	11,5%	2,7%	1,4	8,7%	11,3%	3,4%	6,8%	6,8
Traen A/S	37,8	15,5	25,0%	11,6	125,4	116,2	116,2	9,2	9,2	12,6	12,6	9,3%	2,7%	1,7	8,7%	13,1%	4,4%	4,0%	6,6
Tresu A/S	17,6	9,3	25,2%	7,0	78,7	33,1	33,1	45,7	45,7	0,7	0,7	8,9%	2,7%	1,3	8,7%	10,5%	3,4%	7,1%	1,4
Unifeeder A/S	309,2	298,0	25,0%	223,5	191,4	-240,8	708,1	432,1	432,1	-0,6	1,6	116,8%	2,7%	1,1	8,7%	9,5%	3,9%	5,4%	213,2
Union Engineering A/S	38,6	32,9	25,0%	24,7	94,8	17,1	17,1	77,7	77,7	0,2	0,2	26,1%	2,7%	0,9	8,7%	8,3%	3,9%	7,3%	17,8
United Textile Group A/S	21,9	18,6	22,1%	14,5	68,6	24,3	24,3	44,2	44,2	0,5	0,5	21,1%	2,7%	1,3	8,7%	10,6%	4,4%	8,0%	9,0
Vernal A/S	33,2	13,8	13,0%	12,0	361,6	343,8	343,8	17,8	17,8	19,3	19,3	3,3%	2,7%	1,9	8,7%	13,8%	3,9%	3,9%	-2,0
Winnie Papir A/S	39,3	29,5	27,1%	21,5	203,0	70,6	70,6	132,4	132,4	0,5	0,5	10,6%	2,7%	0,9	8,7%	8,4%	4,9%	6,7%	7,9
Wrist Group A/S	520,4	438,0	25,4%	326,7	3886,9	2742,0	2742,0	1144,9	1144,9	2,4	2,4	8,4%	2,7%	1,4	8,7%	11,3%	3,9%	5,4%	118,4
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	20,4	13,6	35,9%	8,7	183,3	104,6	104,6	78,7	78,7	1,3	1,3	4,8%	2,7%	1,4	8,7%	10,8%	4,9%	6,4%	-3,0

Kilde: Selskabernes årsregnskaber og egen tilvirkning

Bilag H – R_f , R_m og R_d

Tabel H1: Risikofri rente baseret på en 10-årig statsobligation

Rf	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Gns. Rf
2008	3,94 %	3,88 %	4,05 %	4,32 %	4,64 %	4,79 %	4,73 %	4,40 %	4,28 %	4,56 %	3,72 %	3,25 %	4,21 %
2009	3,70 %	3,46 %	3,40 %	3,46 %	3,77 %	3,62 %	3,66 %	3,54 %	3,53 %	3,65 %	3,53 %	3,62 %	3,58 %
2010	3,54 %	3,42 %	3,37 %	3,21 %	2,69 %	2,68 %	2,76 %	2,17 %	2,37 %	2,63 %	2,85 %	3,02 %	2,89 %
2011	3,17 %	3,21 %	3,39 %	3,27 %	3,03 %	3,00 %	2,80 %	2,35 %	2,06 %	2,33 %	2,04 %	1,58 %	2,69 %

Kilde: Statistikbanken (2013)

Tabel H2: Gennemsnitligt markedsafkast og risikopræmie

Rm	Gns. markedsafkast (Rm)	Risikopræmie (Rm – Rf)
1984-2011	8,67%	5,98%
1984-2010	10,10%	7,21%
1984-2009	9,48%	5,90%
1984-2008	8,30%	4,09%

Kilde: Danske Invest (2013)

Tabel H3: Afkast på fremmedkapital

Porteføljeselskab	Branche (DVCA)	Branche (Damodaran)	Rd(branche)			
			2008	2009	2010	2011
Active Sportswear International A/S	Sportstøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
AH Industries A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Alliance+ A/S	Rengøring	Industrial Services	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Ball Group ApS	Modetøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Bang & Olufsen Medicom A/S	Meditechudvikling	Med Supp Non-Invasive	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Biblioteksmedier A/S	Udlånsmaterialer til biblioteker	Educational Services	5,21%	7,84%	5,29%	3,87%
BioGasol ApS	Bioethanolanlæg	Biotechnology	6,21%	7,84%	6,29%	5,87%
BLIP Systems A/S	Mobile marketingsløsninger	Electrical Equipment	5,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Bollerup Jensen A/S	Glas og kemikalier	Chemical (Specialty)	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
BTX Group A/S	Tøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Cane-Line A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Cimbric Fiskekonserver A/S	Skaldyrproduktion	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Combilent A/S	Kommunikationskomponenter	Electrical Equipment	5,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Concepta A/S	Skabe	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Contex A/S	Scannere og billedbehandling	Computers/Peripherals	6,21%	7,84%	7,29%	4,87%
Da'Core A/S	Boligtekstiler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Dako A/S	Medicoudstyr	Med Supp Non-Invasive	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Damolin A/S	Minedrift og mineraler	Metals & Mining (Div.)	6,21%	7,84%	7,29%	5,87%

Dansk Cater A/S	Catering	Restaurant	5,21%	7,84%	5,29%	3,87%
EG A/S	IT-service	IT Services	3,71%	5,84%	7,29%	3,87%
Elite Gaming A/S	Automater	Entertainment Tech	6,21%	7,84%	6,29%	3,87%
Ellegaard A/S	Gartneri	Household Products	4,21%	6,34%	4,79%	3,37%
Epoke A/S	Saltspreder maskiner	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Gram Equipment A/S	Produktionsanlæg til isfremstilling	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Hamlet Protein A/S	Sojaprotein	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Haslev Møbelsnedkeri A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Hi-Con A/S	Betonelementer	Building Materials	6,21%	7,84%	5,79%	3,87%
Hydra Tech A/S	Hydraulikudstyr	Maritime	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Haarslev Industries A/S	Slagterimaskiner	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Iddesign A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Interbuild ApS	Bygningstømmer	Building Materials	6,21%	7,84%	5,79%	3,87%
Inwido A/S	Vinduer	Building Materials	6,21%	7,84%	5,79%	3,87%
IT2 Holding ApS	Treasury Management Systemer	Computer Software	5,21%	7,84%	5,29%	4,37%
J. Hvidtved Larsen A/S	Mobile rensningsanlæg	Heavy Truck & Equip	4,71%	6,84%	5,29%	3,87%
Jeka Fish A/S	Fiskeprodukter	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
K.P. Komponenter A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
KA Interiør A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Kabooki A/S	Børnetøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
KE Fibertec A/S	Fiberluftfordelingssystemer	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Kompan A/S	Legeredskaber	Retail (Hardlines)	5,21%	7,84%	5,29%	4,87%
Krøger A/S	Hånd- og trykfugepistoler	Precision Instrument	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Kwintet Danmark A/S	Arbejdstøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Labofa A/S	Kontorstole og undervisningsmøbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Lagkagehuset A/S	Bageriprodukter	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Legoland ApS	Forlystelsesparker	Entertainment	6,21%	7,84%	6,29%	5,87%
Logstor A/S	Fjernvarmerør	Oil/Gas Distribution	4,71%	6,84%	5,29%	3,37%
Mach ApS	Roaming til mobiltelefoni	Telecom. Equipment	6,21%	7,84%	5,79%	4,37%
Matas A/S	Kosmetik	Toiletries/Cosmetics	6,21%	7,84%	4,79%	3,37%
Mejerigaarden A/S	Isprodukter	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Noa Noa ApS	Modetøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Nordgroup A/S	Behandling af farligt affald	Environmental	6,21%	7,84%	6,29%	4,87%
Novenco A/S	Industrielle køleanlæg	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Novenco Fire Fighting A/S	Brandslukningsudstyr	Precision Instrument	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Nümpf A/S	Modetøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Oliver's Petfood A/S	Onlinesalg af dyrefoder	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Paradis Danmark A/S	Isprodukter	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
Pierre.dk Autolakering A/S	Autolakering	Auto Parts	5,21%	7,84%	5,79%	4,37%
PWT A/S	Tøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Qubiq A/S	Lagerløsninger	Packaging & Container	5,21%	7,84%	4,79%	2,87%
Reson A/S	Industrielle sonaranlæg	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Riegens A/S	Belysning	Electronics	6,21%	7,84%	6,29%	4,37%

Scan Global Logistics A/S	Søfart og logistik	Maritime	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Schades A/S	Papir og etiketter	Paper/Forest Products	5,21%	7,84%	6,29%	4,87%
SFK Systems A/S	Slagterimaskiner	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Sika Design A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	4,71%	7,84%	5,29%	4,37%
Skamol A/S	Varmeisolerende materialer	Building Materials	6,21%	7,84%	5,79%	3,87%
Solum A/S	Miljø og teknologi	Environmental	6,21%	7,84%	6,29%	4,87%
Sonion A/S	Høreapparatskomponenter	Precision Instrument	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Spinning Jewelry A/S	Smykker	Precious Metals	6,21%	7,84%	6,29%	4,87%
Stofa A/S	Bredbånd	Internet	6,21%	7,84%	7,29%	5,87%
Svendborg Brakes A/S	Bremseleøsninger	Auto Parts	5,21%	7,84%	5,79%	4,37%
System Frugt A/S	Tørret frugt	Food Processing	4,71%	6,84%	4,79%	3,37%
SystemTeknik A/S	El-styretavler	Electrical Equipment	5,21%	7,84%	5,29%	3,87%
TIA Technology A/S	IT-systemer	Computer Software	5,21%	7,84%	5,29%	4,37%
TMK A/S	Køkkener	Household Products	4,21%	6,34%	4,79%	3,37%
Traen A/S	IT-systemer	Computer Software	5,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Tresu A/S	Trykmaskiner	Machinery	5,21%	7,84%	5,29%	3,37%
Unifeeder A/S	Containerrederi	Maritime	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Union Engineering A/S	Kulsyre- og CO2-anlæg	Engineering and construction	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
United Textile Group A/S	Tøj	Apparel	6,21%	7,84%	5,29%	4,37%
Unwire ApS	Mobile forbrugerløsninger	Telecom. Services	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Vernal A/S	Medicinske og industrielle tekstiler	Chemical (Specialty)	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Winnie Papir A/S	Gavepapir	Paper/Forest Products	5,21%	7,84%	6,29%	4,87%
Wrist Group A/S	Skibsforsyning	Maritime	6,21%	7,84%	5,29%	3,87%
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	Smykker	Precious Metals	6,21%	7,84%	6,29%	4,87%

Kilde: Damodaran (2013)

Bilag I – Børsnoterede selskaber

De nedenstående selskabers data er trukket gennem FactSet per 31. december 2011. Efterfølgende er banker og finansinstitutter frasorteret.
(mio. kr.)

Per 31. December 2011						Omsætning			EBITDA			EBIT			β
Selskab	Industri	Market Cap	EV	EK	NIBD	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	β
A.P. Moeller-Maersk AS Class B	Diversificeret	165.554	241.418	194.157	94.551	260.026	315.396	322.520	49.146	89.497	77.198	21.713	59.563	49.867	1,28
Affitech A/S	Helse og kosmetik	102	72	44	(29)	4	2	54	(49)	(71)	(45)	(52)	(74)	(47)	0,92
ALK-Abello A/S	Helse og kosmetik	3.167	2.747	2.167	(420)	1.935	2.140	2.348	223	264	404	138	169	297	0,75
Ambu A/S	Helse og kosmetik	1.715	1.892	580	177	877	940	983	166	179	201	110	118	144	0,38
Andersen & Martini A/S	Detailhandel	82	271	99	189	617	828	823	13	21	14	7	15	8	0,57
Aqualife A/S	Transport	37	33	2	(1)	0	0	0	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	(2)	1,37
Arkil Holding A/S	Byggeri	185	281	638	96	2.139	2.062	2.569	152	48	111	58	(51)	13	0,61
Athena IT-Group A/S	Elektronik	40	42	41	20	80	78	56	4	7	14	(3)	(1)	8	0,88
Auriga Industries A/S	Kemikalier	1.890	4.099	1.904	2.199	5.437	5.604	5.723	150	372	462	(35)	183	285	0,71
Bang & Olufsen A/S	Elektronik	1.955	2.159	1.538	210	2.762	2.867	3.008	198	325	374	(47)	95	119	1,37
Bavarian Nordic A/S	Helse og kosmetik	1.002	517	1.208	(485)	75	314	524	(291)	(424)	(244)	(341)	(474)	(298)	1,60
BioPorto A/S	Diverse	318	317	4	(2)	11	14	19	(16)	(13)	(13)	(16)	(13)	(13)	1,10
BoConcept Holding A/S	Tekstiler	226	326	200	100	910	1.001	1.022	52	72	76	13	35	37	1,56
Broedrene Klee A/S	Metaller	83	85	43	2	125	117	137	5	13	14	1	11	12	0,55
Broedrene A&O Johansen A/S	Diverse	424	803	671	379	1.991	2.131	2.366	65	64	159	24	25	121	0,57
Broedrene Hartmann A/S	Papir	698	868	560	171	1.380	1.483	1.488	162	172	205	76	80	121	0,48
Broendbyernes IF Fodbold A/S	Sport og fritid	73	196	328	123	249	180	151	29	16	(4)	8	(5)	(34)	0,62
Carlsberg As Ord Cl B	Drikkevarer	61.772	95.554	65.866	33.070	59.382	60.054	63.561	12.654	13.331	12.805	8.885	9.344	9.021	1,19
cBrain A/S	Elektronik	76	54	37	(23)	34	27	38	9	4	11	9	3	9	0,37
ChemoMetec A/S	Helse og kosmetik	77	74	53	(3)	32	33	37	4	5	8	2	(2)	1	0,52
Chr. Hansen Holding A/S	Madvarer	16.879	19.706	4.772	2.798	3.808	4.284	4.738	1.139	1.376	1.472	837	1.058	1.155	0,25
Coloplast A/S B	Helse og	34.704	35.285	4.478	587	8.820	9.537	10.172	1.935	2.620	3.056	1.386	2.031	2.529	0,14

kosmetik															
Columbus A/S	Elektronik	148	112	275	(42)	836	867	821	34	47	25	11	25	1	0,86
Comendo A/S	Elektronik	46	46	81	(0)	111	124	118	(1)	14	7	(45)	5	(1)	0,82
D/S Norden A/S	Transport	5.543	4.036	11.418	(1.386)	8.975	12.323	12.176	667	1.329	971	474	1.050	536	1,20
Dalhoff Larsen & Horneman A/S	Diverse	342	887	776	546	3.648	3.202	2.937	(379)	67	76	(486)	40	51	1,69
Dantax A/S	Elektronik	30	14	58	17	68	75	76	(10)	(2)	(0)	(12)	(4)	(1)	0,73
Dantherm A/S	Byggeri	99	286	130	187	1.340	465	550	(18)	32	41	(71)	9	20	0,71
DFDS A/S	Transport	5.149	7.852	6.906	2.651	6.555	9.867	11.625	786	1.273	1.495	214	576	822	0,65
DSV A/S	Transport	19.121	25.674	5.279	6.549	36.085	42.562	43.710	2.239	2.721	2.975	1.689	2.164	2.410	1,35
East Asiatic Co. A/S	Diversificeret	1.423	2.797	2.680	1.233	6.607	3.858	6.274	676	314	496	504	201	325	0,83
Egetaepper A/S	Tekstiler	269	324	323	51	633	738	753	49	85	80	16	55	52	0,80
Enalyzer A/S	Diverse	29	28	10	(1)	20	23	26	(1)	4	4	(4)	2	2	1,28
Erria A/S	Transport	34	134	(203)	144	67	76	53	(11)	13	4	(12)	13	2	0,17
esoft systems A/S	Diverse	11	4	13	(9)	45	49	60	(6)	9	7	(11)	5	4	1,42
Euroinvestor.com A/S	Elektronik	214	173	46	(24)	27	33	26	8	9	6	5	4	1	0,56
Expedit A/S	Diverse	31	96	99	65	399	416	475	3	10	18	(14)	(7)	0	0,21
F.E. Bording A/S	Papir	142	277	103	130	423	399	451	1	10	30	(12)	(9)	15	(0,05)
FastPassCorp A/S	Elektronik	18	19	6	2	2	1	2	(4)	(1)	1	(8)	(4)	(3)	3,32
FirstFarms A/S	Madvarer	218	285	348	67	76	85	129	(42)	(22)	(17)	(63)	(40)	(35)	0,97
FLSmidth & Co. A/S	Maskiner og udstyr	17.642	17.503	8.860	(185)	23.134	20.186	21.998	2.532	2.285	2.546	2.091	1.852	2.054	1,53
Fluegger A/S	Kemikalier	915	889	798	(26)	1.447	1.591	1.760	147	121	97	100	67	39	0,70
Gabriel Holding A/S	Tekstiler	174	196	137	46	205	220	243	5	15	24	1	10	18	0,47
Genmab A/S	Helse og kosmetik	1.689	600	486	(1.089)	611	582	351	(395)	(2)	(234)	(419)	(23)	(249)	0,68
Glunz & Jensen A/S	Maskiner og udstyr	115	170	119	55	259	293	398	24	32	56	12	19	36	0,69
GN Store Nord A/S	Elektronik	9.336	10.595	6.878	1.275	4.729	5.145	5.564	599	805	997	201	439	588	1,61
Greentech Energy Systems A/S	Forsyning	1.825	2.898	1.782	1.419	75	109	259	33	30	88	2	(18)	(3)	1,52
Gyldendal Ser'A'Dkk20	Print og udgivelser	1.110	1.162	300	51	906	894	886	88	87	86	49	63	67	0,11
H. Lundbeck A/S	Helse og kosmetik	21.183	19.160	12.776	(2.023)	13.747	14.765	16.007	3.728	4.426	4.628	3.029	3.438	3.726	0,40
H+H International A/S	Byggeri	415	1.044	553	629	1.068	1.255	1.310	13	(2)	83	(108)	(121)	(18)	1,55
Harboes Bryggeri A/S	Drikkevarer	489	903	753	415	1.525	1.558	1.410	172	199	116	46	69	35	0,68
Hoejgaard Holding A/S	Byggeri	378	283	787	(90)	4.979	4.553	5.094	235	127	(96)	168	60	(171)	0,69

IC Companys A/S	Beklædning	1.681	2.010	739	327	3.601	3.495	3.925	413	412	438	267	283	313	1,20
Intermail A/S	Papir	23	302	113	281	591	540	541	17	31	20	(15)	6	(3)	0,91
Jobindex A/S	Diverse	294	234	47	(60)	59	88	108	5	30	35	1	26	31	0,02
Kobenhavns Lufthavne A/S	Transport	13.773	17.336	2.916	3.563	2.923	3.242	3.344	1.559	1.758	1.789	1.088	1.266	1.277	0,62
Mermaid A/S	Elektronik	72	59	37	(13)	56	84	71	0	13	7	(3)	7	3	1,07
Mols-Linien A/S	Transport	195	148	171	(42)	674	653	501	77	5	(23)	7	(71)	(80)	0,82
Monberg & Thorsen A/S	Byggeri	681	218	1.146	(458)	5.574	5.259	4.281	208	182	(99)	96	68	(164)	0,91
NetBooster Holding A/S	Diverse	40	57	36	17	177	139	143	(21)	(6)	(7)	(162)	(70)	(20)	1,08
Netop Solutions A/S	Elektronik	46	31	75	(14)	85	92	88	(34)	3	2	(47)	(7)	(9)	0,29
NeuroSearch A/S	Helse og kosmetik	430	494	321	65	85	69	0	(338)	(311)	(193)	(356)	(328)	(383)	1,56
NKT Holding A/S	Elektronik	4.514	8.175	4.060	4.490	11.687	14.451	15.604	581	740	810	213	330	320	1,80
Nordic Shipholding A/S	Transport	86	1.638	141	1.551	160	590	778	39	20	46	(20)	(75)	(49)	0,68
North Media A/S	Print og udgivelser	447	327	511	(125)	1.029	1.139	1.212	102	150	192	47	103	159	0,60
Novo Nordisk A/S	Helse og kosmetik	366.669	351.425	37.448	(15.205)	51.078	60.776	66.346	17.143	20.701	24.546	14.839	18.302	22.056	0,34
Novozymes A/S	Kemikalier	55.864	56.830	8.809	951	8.448	9.724	10.510	2.188	2.727	3.077	1.624	2.112	2.321	0,72
NTR Holding A/S	Diverse	63	66	95	4	0	40	75	(4)	(2)	12	(4)	(4)	7	0,31
NunaMinerals A/S	Oli, gas og mineraler	155	135	137	(19)	1	1	1	(10)	(8)	(6)	(11)	(10)	(34)	0,51
Ossur hf.	Helse og kosmetik	3.837	4.486	2.087	654	1.770	2.018	2.150	356	410	394	256	330	323	0,49
Pandora A/S	Beklædning	7.018	7.227	5.411	209	3.461	6.666	6.658	1.489	2.681	2.279	1.341	2.416	2.058	3,70
Parken Sport & Entertainment A/S	Sport og fritid	679	1.937	809	1.258	1.752	1.345	1.342	288	295	279	117	143	137	0,72
Per Aarsleff A/S	Byggeri	819	861	1.472	122	4.871	4.337	6.147	374	240	375	209	61	133	0,96
Rias A/S	Diverse	109	104	156	(6)	223	223	248	8	11	17	3	6	11	0,37
Roblon A/S	Maskiner og udstyr	228	140	201	(88)	186	202	224	21	38	45	11	28	35	0,45
Rockwool International A/S	Byggeri	9.951	10.380	8.623	751	11.168	11.732	13.748	1.454	1.715	1.663	597	781	723	1,20
Royal UNIBREW A/S	Drikkevarer	3.435	3.788	1.308	631	3.816	3.775	3.431	443	599	604	240	413	471	2,38
RTX A/S	Elektronik	113	67	153	(45)	215	221	205	(44)	17	12	(51)	13	9	0,81
Sanistaal A/S	Diverse	533	1.908	537	1.638	3.896	3.822	4.303	(101)	92	159	(180)	20	85	0,96
Scandinavian Brake Systems A/S	Auto	121	683	(98)	566	862	969	1.022	62	82	83	43	64	64	1,26
Schouw & Co. A/S	Diversificeret	2.173	4.846	4.196	2.702	8.440	9.451	11.929	554	733	1.029	180	356	640	1,20
Silkeborg IF Invest	Sport og fritid	68	415	163	347	60	65	70	12	14	16	8	9	12	0,22

A/S															
SimCorp A/S	Elektronik	3.819	3.452	618	(358)	1.343	1.381	1.451	328	297	374	295	261	344	0,87
Sjaelso Gruppen A/S	Byggeri	109	2.939	656	2.863	1.111	1.246	1.092	(519)	(90)	(308)	(525)	(95)	(311)	2,30
SKAKO A/S	Maskiner og udstyr	42	96	66	54	415	391	333	(60)	(45)	22	(67)	(51)	16	0,28
Solar A/S	Diverse	1.807	2.701	2.097	894	10.659	10.437	11.417	357	462	401	219	318	221	1,23
SP Group A/S	Kemikalier	184	567	191	368	682	852	977	22	81	95	(17)	42	51	1,10
SSBV-Rovsing A/S	Elektronik	24	48	(10)	24	28	32	23	(22)	(10)	(1)	(23)	(13)	(1)	0,47
Strategic Investments A/S	Elektronik	27	24	3	(3)	0	0	2	(3)	(5)	(3)	(3)	(5)	(3)	0,76
Svejemaskinefabrikken Migatronik A/S	Maskiner og udstyr	40	82	109	42	257	267	279	(35)	3	23	(49)	(12)	8	0,78
TDC A/S	Forsyning	37.614	59.210	22.244	21.718	35.939	26.167	26.304	12.801	10.572	10.314	6.741	5.309	5.140	0,25
Tivoli A/S	Sport og fritid	1.704	1.766	604	62	575	581	645	46	42	80	(16)	(24)	12	0,22
TK Development A/S	Byggeri	564	2.726	1.866	2.165	1.370	577	360	73	100	36	68	97	34	1,49
TopoTarget A/S	Helse og kosmetik	333	209	331	(124)	44	129	66	(107)	(8)	(28)	(111)	(13)	(31)	1,54
Topsil Semiconductor Materials A/S	Elektronik	250	302	394	17	423	457	367	100	102	35	84	89	6	0,95
Torm A/S	Transport	260	10.155	3.686	10.230	4.482	4.818	6.992	956	571	53	245	(225)	(724)	1,23
Travelmarket.com A/S	Diverse	20	22	14	2	23	24	24	(0)	3	3	(2)	0	0	0,65
Trifork A/S	Elektronik	252	255	57	(2)	122	142	175	11	20	28	5	12	20	0,59
Veloxis Pharmaceuticals A/S	Helse og kosmetik	376	86	256	(289)	2	1	0	(260)	(251)	(263)	(270)	(261)	(270)	1,03
Vestas Wind Systems A/S	Elektronik	12.539	16.560	19.146	4.051	49.414	51.535	43.481	7.997	5.541	2.272	6.426	3.515	(209)	1,45
Viborg Haandbold Klub A/S	Sport og fritid	8	(17)	31	(26)	48	41	32	(10)	(6)	(5)	(14)	(8)	(7)	0,55
William Demant Holding A/S	Helse og kosmetik	27.529	29.461	3.300	2.024	5.701	6.892	8.041	1.317	1.645	1.931	1.150	1.421	1.698	0,49
WirTek A/S	Elektronik	2	2	0	0	9	6	4	(4)	(2)	(1)	(4)	(2)	(1)	0,87
Zealand Pharma A/S	Helse og kosmetik	1.290	862	441	(428)	25	87	142	(81)	(106)	(16)	(85)	(109)	(20)	0,50
Aalborg Boldspilklub A/S	Sport og fritid	21	38	19	25	119	116	68	(36)	(18)	(19)	(64)	(31)	(34)	0,53
Aarhus Elite A/S	Sport og fritid	71	41	51	(30)	106	101	72	(34)	(35)	(25)	(39)	(39)	(36)	0,61

Kilde: FactSet (2013)

Bilag J – Estimat af β -værdier

Porteføljeselskab	Branche (DVCA)	Branche (Damodaran)	Gns. β i beta-grid	unlevered β (branche)				D/E		β (justeret)			
				2008	2009	2010	2011	Gns.	Just. Gns.	2008	2009	2010	2011
Active Sportswear International A/S	Sportstøj	Apparel	0,78	0,83	1,09	1,20	1,13	2,67	1,48	1,42	1,74	1,88	1,78
AH Industries A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	0,81	1,30	1,33	1,25	1,43	0,43	0,43	1,33	1,36	1,30	1,42
Alliance+ A/S	Rengøring	Industrial Services	0,64	0,88	0,84	0,80	0,74	0,22	0,22	0,86	0,83	0,81	0,77
Ball Group ApS	Modetøj	Apparel	0,57	0,83	1,09	1,20	1,13	1,05	1,05	1,14	1,40	1,52	1,44
Bang & Olufsen Medicom A/S	Meditechudvikling	Med Supp Non-Invasive	1,04	0,48	0,57	0,59	0,92	6,79	1,48	1,11	1,22	1,25	1,67
Biblioteksmedier A/S	Udlånsmaterialer til biblioteker	Educational Services	0,81	0,82	0,71	0,76	0,76	0,55	0,55	1,04	0,96	0,99	1,00
BioGasol ApS	Bioethanolanlæg	Biotechnology	1,04	1,15	0,96	1,01	0,91	4,95	1,48	1,95	1,71	1,77	1,65
BLIP Systems A/S	Mobile marketingsløsninger	Electrical Equipment	0,96	1,14	1,23	1,21	1,20	1,49	1,48	1,90	2,01	1,98	1,97
Bollerup Jensen A/S	Glas og kemikalier	Chemical (Specialty)	0,96	0,92	1,03	1,15	1,09	1,49	1,48	1,62	1,76	1,90	1,83
BTX Group A/S	Tøj	Apparel	0,51	0,83	1,09	1,20	1,13	0,66	0,66	0,95	1,16	1,25	1,19
Cane-Line A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	0,48	0,86	1,16	1,37	1,52	1,48	1,48	1,30	1,67	1,93	2,12
Cimbric Fiskekonserves A/S	Skaldyrsproduktion	Food Processing	1,04	0,63	0,69	0,72	0,74	5,83	1,48	1,29	1,38	1,41	1,44
Combilent A/S	Kommunikationskomponenter	Electrical Equipment	0,78	1,14	1,23	1,21	1,20	3,09	1,48	1,80	1,92	1,89	1,88
Concepta A/S	Skabe	Furn/Home Furnishings	0,53	0,86	1,16	1,37	1,52	5,43	1,48	1,33	1,69	1,96	2,14
Contex A/S	Scannere og billedbehandling	Computers/Peripherals	0,49	1,10	1,17	1,18	1,19	0,41	0,41	1,02	1,07	1,08	1,09
Da'Core A/S	Boligtekstiler	Furn/Home Furnishings	0,53	0,86	1,16	1,37	1,52	0,96	0,96	1,10	1,39	1,60	1,75
Dako A/S	Medicoudstyr	Med Supp Non-Invasive	1,55	0,48	0,57	0,59	0,92	1,45	1,45	1,36	1,47	1,50	1,91
Damolin A/S	Minedrift og mineraler	Metals & Mining (Div.)	0,49	1,39	1,08	1,21	1,18	0,80	0,80	1,50	1,22	1,33	1,31
Dansk Cater A/S	Catering	Restaurant	0,76	1,05	1,14	1,20	1,15	2,26	1,48	1,69	1,79	1,86	1,81
EG A/S	IT-service	IT Services	0,95	1,21	1,27	1,09	1,01	0,98	0,98	1,67	1,73	1,56	1,47
Elite Gaming A/S	Automater	Entertainment Tech	0,64	1,31	1,19	1,30	1,14	2,23	1,48	1,95	1,79	1,93	1,73
Ellegaard A/S	Gartneri	Household Products	0,81	0,95	0,98	1,03	0,94	0,87	0,87	1,29	1,32	1,37	1,28
Epoke A/S	Saltspreder maskiner	Machinery	0,57	0,97	0,96	0,99	1,04	1,01	1,01	1,26	1,25	1,28	1,34
Gram Equipment A/S	Produktionsanlæg til isfremstilling	Machinery	0,48	0,97	0,96	0,99	1,04	1,64	1,48	1,44	1,43	1,47	1,53
Hamlet Protein A/S	Sojaprotein	Food Processing	0,57	0,63	0,69	0,72	0,74	1,57	1,48	1,06	1,14	1,17	1,20
Haslev Møbelsnedkeri A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	0,81	0,86	1,16	1,37	1,52	0,54	0,54	1,06	1,29	1,46	1,57

Hi-Con A/S	Betonelementer	Building Materials	0,81	0,75	0,84	0,83	0,82	2,00	1,48	1,34	1,45	1,43	1,42
Hydra Tech A/S	Hydraulikudstyr	Maritime	0,96	0,48	0,57	0,59	0,53	0,34	0,34	0,80	0,86	0,88	0,84
Haarslev Industries A/S	Slagterimaskiner	Machinery	0,68	0,97	0,96	0,99	1,04	3,62	1,48	1,54	1,53	1,57	1,63
Iddesign A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	0,73	0,86	1,16	1,37	1,52	2,23	1,48	1,43	1,79	2,06	2,24
Interbuild ApS	Bygningstømmer	Building Materials	1,10	0,75	0,84	0,83	0,82	1,72	1,48	1,48	1,59	1,57	1,56
Inwido A/S	Vinduer	Building Materials	0,68	0,75	0,84	0,83	0,82	4,36	1,48	1,27	1,38	1,37	1,35
IT2 Holding ApS	Treasury Management Systemer	Computer Software	0,49	1,39	1,39	1,39	0,98	0,54	0,54	1,31	1,31	1,32	1,00
J. Hvidtved Larsen A/S	Mobile rensningsanlæg	Heavy Truck & Equip	0,53	1,39	1,35	0,89	1,34	1,79	1,48	1,99	1,94	1,37	1,92
Jeka Fish A/S	Fiskeprodukter	Food Processing	0,53	0,63	0,69	0,72	0,74	1,61	1,48	1,04	1,12	1,15	1,18
K.P. Komponenter A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	0,57	1,30	1,33	1,25	1,43	1,72	1,48	1,89	1,94	1,84	2,05
KA Interiør A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	0,96	0,86	1,16	1,37	1,52	1,48	1,48	1,55	1,91	2,18	2,36
Kabooki A/S	Børnetøj	Apparel	0,81	0,83	1,09	1,20	1,13	0,56	0,56	1,05	1,25	1,34	1,28
KE Fibertec A/S	Fiberluftfordelingssystemer	Machinery	0,81	0,97	0,96	0,99	1,04	0,84	0,84	1,30	1,29	1,32	1,36
Kompan A/S	Legeredskaber	Retail (Hardlines)	1,10	1,05	1,14	1,20	1,49	1,24	1,24	1,73	1,83	1,89	2,22
Krøger A/S	Hånd- og trykfugepistoler	Precision Instrument	0,81	1,22	1,09	1,16	1,12	0,12	0,12	1,09	1,01	1,05	1,03
Kwintet Danmark A/S	Arbejdstøj	Apparel	0,95	0,83	1,09	1,20	1,13	1,48	1,48	1,51	1,82	1,97	1,87
Labofa A/S	Kontorstole og undervisningsmøbler	Furn/Home Furnishings	0,53	0,86	1,16	1,37	1,52	1,48	1,48	1,33	1,69	1,96	2,14
Lagkagehuset A/S	Bageriprodukter	Food Processing	0,81	0,63	0,69	0,72	0,74	0,49	0,49	0,87	0,92	0,94	0,96
Legoland ApS	Forlystelsesparker	Entertainment	0,84	1,01	1,21	1,36	1,21	1,30	1,30	1,58	1,81	1,98	1,81
Logstor A/S	Fjernvarmerør	Oil/Gas Distribution	0,96	0,51	0,56	0,60	0,64	0,57	0,57	0,89	0,93	0,95	0,99
Mach ApS	Roaming til mobiltelefoni	Telecom. Equipment	0,95	1,34	1,05	0,94	0,91	1,48	1,48	2,13	1,77	1,64	1,61
Mejerigaarden A/S	Isprodukter	Food Processing	0,57	0,63	0,69	0,72	0,74	1,12	1,12	0,95	1,02	1,05	1,07
Noa Noa ApS	Modetøj	Apparel	0,96	0,83	1,09	1,20	1,13	1,01	1,01	1,32	1,58	1,69	1,61
Nordgroup A/S	Behandling af farligt affald	Environmental	0,84	0,78	0,68	0,62	0,58	1,64	1,48	1,39	1,26	1,19	1,14
Novenco A/S	Industrielle køleanlæg	Machinery	0,64	0,97	0,96	0,99	1,04	0,77	0,77	1,18	1,17	1,20	1,25
Novenco Fire Fighting A/S	Brandslukningsudstyr	Precision Instrument	0,53	1,22	1,09	1,16	1,12	1,47	1,47	1,77	1,61	1,70	1,65
Nümpf A/S	Modetøj	Apparel	0,57	0,83	1,09	1,20	1,13	0,98	0,98	1,11	1,36	1,48	1,40
Oliver's Petfood A/S	Onlinesalg af dyrefoder	Food Processing	0,53	0,63	0,69	0,72	0,74	1,18	1,18	0,94	1,02	1,04	1,07
Paradis Danmark A/S	Isprodukter	Food Processing	1,04	0,63	0,69	0,72	0,74	11,30	1,48	1,29	1,38	1,41	1,44
Pierre.dk Autolakering A/S	Autolakering	Auto Parts	0,53	0,89	1,21	1,48	1,39	1,17	1,17	1,23	1,57	1,88	1,77
PWT A/S	Tøj	Apparel	1,32	0,83	1,09	1,20	1,13	1,17	1,17	1,57	1,84	1,97	1,88

Qubiq A/S	Lagerløsninger	Packaging & Container	0,53	0,77	0,80	0,78	0,83	1,18	1,18	1,10	1,13	1,12	1,17
Reson A/S	Industrielle sonaranlæg	Machinery	1,04	0,97	0,96	0,99	1,04	6,36	1,48	1,72	1,71	1,75	1,81
Riegens A/S	Belysning	Electronics	0,53	0,93	0,94	0,98	0,89	1,33	1,33	1,35	1,36	1,40	1,30
Scan Global Logistics A/S	Søfart og logistik	Maritime	0,48	0,48	0,57	0,59	0,53	1,11	1,11	0,74	0,84	0,86	0,80
Schades A/S	Papir og etiketter	Paper/Forest Products	0,64	0,60	0,91	0,96	0,89	0,45	0,45	0,76	0,98	1,02	0,97
SFK Systems A/S	Slagterimaskiner	Machinery	0,57	0,97	0,96	0,99	1,04	2,18	1,48	1,48	1,48	1,51	1,58
Sika Design A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	0,81	0,86	1,16	1,37	1,52	0,20	0,20	0,92	1,10	1,23	1,32
Skamol A/S	Varmeisolerende materialer	Building Materials	0,64	0,75	0,84	0,83	0,82	0,88	0,88	1,03	1,11	1,10	1,09
Solum A/S	Miljø og teknologi	Environmental	0,57	0,78	0,68	0,62	0,58	3,07	1,48	1,25	1,13	1,05	1,00
Sonion A/S	Høreapparatskomponenter	Precision Instrument	0,86	1,22	1,09	1,16	1,12	2,44	1,48	1,95	1,78	1,87	1,82
Spinning Jewelry A/S	Smykker	Precious Metals	0,57	1,27	1,10	1,11	1,07	2,37	1,48	1,86	1,64	1,65	1,60
Stofa A/S	Bredbånd	Internet	0,55	1,36	1,02	1,09	1,06	1,49	1,48	1,96	1,54	1,63	1,59
Svendborg Brakes A/S	Bremseløsninger	Auto Parts	0,95	0,89	1,21	1,48	1,39	0,59	0,59	1,18	1,43	1,65	1,58
System Frugt A/S	Tørret frugt	Food Processing	0,49	0,63	0,69	0,72	0,74	0,48	0,48	0,71	0,76	0,77	0,79
SystemTeknik A/S	El-styretavler	Electrical Equipment	0,81	1,14	1,23	1,21	1,20	1,73	1,48	1,82	1,93	1,91	1,89
TMK A/S	Køkkener	Household Products	0,57	0,95	0,98	1,03	0,94	1,85	1,48	1,46	1,50	1,56	1,44
Traen A/S	IT-systemer	Computer Software	1,04	1,39	1,39	1,39	0,98	22,37	1,48	2,24	2,24	2,25	1,73
Tresu A/S	Trykmaskiner	Machinery	0,81	0,97	0,96	0,99	1,04	0,72	0,72	1,24	1,23	1,26	1,30
Unifeeder A/S	Containerrederi	Maritime	0,95	0,48	0,57	0,59	0,53	1,46	1,46	1,06	1,17	1,20	1,13
Union Engineering A/S	Kulsyre- og CO2-anlæg	Engineering and construction	0,49	0,93	0,94	1,56	1,12	0,22	0,22	0,82	0,82	1,20	0,93
United Textile Group A/S	Tøj	Apparel	0,81	0,83	1,09	1,20	1,13	0,63	0,63	1,08	1,29	1,38	1,32
Vernal A/S	Medicinske og industrielle tekstiler	Chemical (Specialty)	1,04	0,92	1,03	1,15	1,09	11,47	1,48	1,66	1,80	1,94	1,87
Winnie Papir A/S	Gavepapir	Paper/Forest Products	0,49	0,60	0,91	0,96	0,89	0,59	0,59	0,72	0,97	1,01	0,95
Wrist Group A/S	Skibsforsyning	Maritime	1,55	0,48	0,57	0,59	0,53	1,86	1,48	1,36	1,48	1,50	1,44
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	Smykker	Precious Metals	0,53	1,27	1,10	1,11	1,07	1,05	1,05	1,57	1,39	1,40	1,35

Kilde: Factset (2013), Damodaran (2013) og egen tilvirkning

Bilag K – Kontrol af estimerede β -værdier

Porteføljeselskab	Branche (DVCA)	Branche (Damodaran)	levered β (branche)				β (justeret)				Kontrolinterval [-0,7:0,7]			
			2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
Active Sportswear International A/S	Sportstøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,42	1,74	1,88	1,78	0,28	0,43	0,53	0,48
AH Industries A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	1,56	1,54	1,44	1,59	1,33	1,36	1,30	1,42	-0,23	-0,18	-0,14	-0,17
Alliance+ A/S	Rengøring	Industrial Services	1,20	1,07	0,96	0,93	0,86	0,83	0,81	0,77	-0,34	-0,24	-0,15	-0,16
Ball Group ApS	Modetøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,14	1,40	1,52	1,44	0,00	0,10	0,17	0,14
Bang & Olufsen Medicom A/S	Meditechudvikling	Med Supp Non-Invasive	1,30	1,38	1,37	1,03	1,11	1,22	1,25	1,67	-0,19	-0,16	-0,12	0,64
Biblioteksmedier A/S	Udlånsmaterialer til biblioteker	Educational Services	0,84	0,75	0,81	0,83	1,04	0,96	0,99	1,00	0,21	0,21	0,18	0,16
BioGasol ApS	Bioethanolanlæg	Biotechnology	1,26	1,10	1,13	1,03	1,95	1,71	1,77	1,65	0,68	0,61	0,63	0,62
BLIP Systems A/S	Mobile marketingsløsninger	Electrical Equipment	1,38	1,41	1,32	1,33	1,90	2,01	1,98	1,97	0,52	0,60	0,66	0,64
Bollerup Jensen A/S	Glas og kemikalier	Chemical (Specialty)	1,19	1,29	1,37	1,28	1,62	1,76	1,90	1,83	0,44	0,47	0,53	0,55
BTX Group A/S	Tøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	0,95	1,16	1,25	1,19	-0,19	-0,14	-0,10	-0,11
Cane-Line A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,30	1,67	1,93	2,12	0,01	0,15	0,27	0,31
Cimbric Fiskekonserves A/S	Skaldyrsproduktion	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	1,29	1,38	1,41	1,44	0,50	0,52	0,54	0,52
Combilent A/S	Kommunikationskomponenter	Electrical Equipment	1,38	1,41	1,32	1,33	1,80	1,92	1,89	1,88	0,43	0,50	0,57	0,55
Concepta A/S	Skabe	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,33	1,69	1,96	2,14	0,03	0,17	0,29	0,33
Contex A/S	Scannere og billedbehandling	Computers/Peripherals	1,29	1,29	1,28	1,30	1,02	1,07	1,08	1,09	-0,27	-0,21	-0,20	-0,21
Da'Core A/S	Boligtekstiler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,10	1,39	1,60	1,75	-0,19	-0,13	-0,06	-0,06
Dako A/S	Medicoudstyr	Med Supp Non-Invasive	1,30	1,38	1,37	1,03	1,36	1,47	1,50	1,91	0,05	0,09	0,13	0,88
Damolin A/S	Minedrift og mineraler	Metals & Mining (Div.)	1,69	1,23	1,33	1,33	1,50	1,22	1,33	1,31	-0,19	-0,01	0,01	-0,02
Dansk Cater A/S	Catering	Restaurant	1,27	1,34	1,34	1,27	1,69	1,79	1,86	1,81	0,42	0,45	0,52	0,54
EG A/S	IT-service	IT Services	1,33	1,39	1,11	1,06	1,67	1,73	1,56	1,47	0,34	0,34	0,45	0,41
Elite Gaming A/S	Automater	Entertainment Tech	1,44	1,32	1,39	1,23	1,95	1,79	1,93	1,73	0,50	0,48	0,55	0,50
Ellegaard A/S	Gartneri	Household Products	1,10	1,15	1,17	1,07	1,29	1,32	1,37	1,28	0,19	0,18	0,20	0,21
Epoke A/S	Saltspreder maskiner	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,26	1,25	1,28	1,34	-0,13	-0,07	0,07	0,14
Gram Equipment A/S	Produktionsanlæg til isfremstilling	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,44	1,43	1,47	1,53	0,05	0,11	0,26	0,33
Hamlet Protein A/S	Sojaprotein	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	1,06	1,14	1,17	1,20	0,26	0,28	0,30	0,29
Haslev Møbelsnedkeri A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,06	1,29	1,46	1,57	-0,23	-0,23	-0,21	-0,24

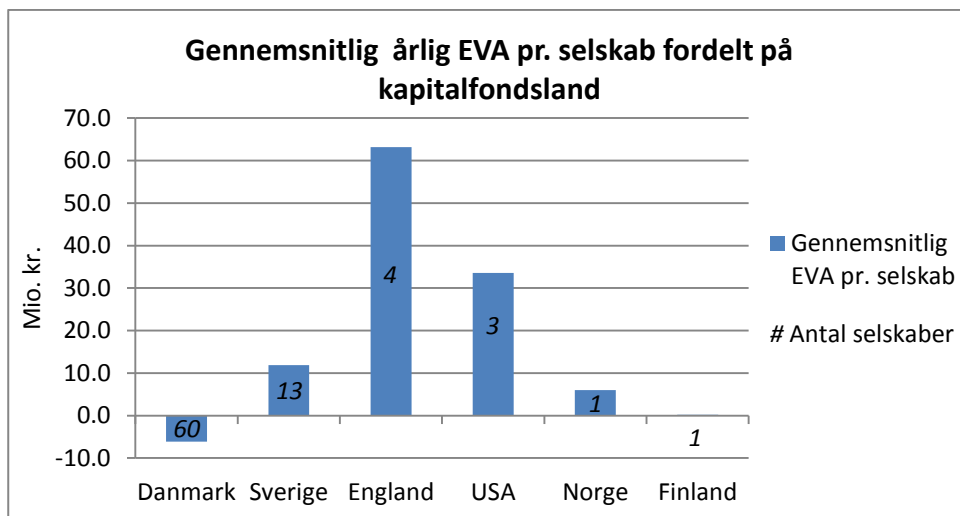
Hi-Con A/S	Betonelementer	Building Materials	1,39	1,45	1,32	1,50	1,34	1,45	1,43	1,42	-0,05	0,00	0,11	-0,09
Hydra Tech A/S	Hydraulikudstyr	Maritime	1,30	1,38	1,37	1,40	0,80	0,86	0,88	0,84	-0,50	-0,52	-0,49	-0,55
Haarslev Industries A/S	Slagterimaskiner	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,54	1,53	1,57	1,63	0,15	0,21	0,36	0,43
Iddesign A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,43	1,79	2,06	2,24	0,13	0,27	0,39	0,43
Interbuild ApS	Bygningstømmer	Building Materials	1,39	1,45	1,32	1,50	1,48	1,59	1,57	1,56	0,09	0,15	0,25	0,06
Inwido A/S	Vinduer	Building Materials	1,39	1,45	1,32	1,50	1,27	1,38	1,37	1,35	-0,12	-0,06	0,04	-0,15
IT2 Holding ApS	Treasury Management Systemer	Computer Software	1,98	1,67	1,59	1,04	1,31	1,31	1,32	1,00	-0,67	-0,36	-0,27	-0,05
J. Hvidtved Larsen A/S	Mobile rensningsanlæg	Heavy Truck & Equip	1,48	1,42	0,94	1,80	1,99	1,94	1,37	1,92	0,50	0,52	0,43	0,12
Jeka Fish A/S	Fiskeprodukter	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	1,04	1,12	1,15	1,18	0,24	0,26	0,28	0,26
K.P. Komponenter A/S	Metalkomponenter	Metal Fabricating	1,56	1,54	1,44	1,59	1,89	1,94	1,84	2,05	0,33	0,40	0,40	0,46
KA Interiør A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,55	1,91	2,18	2,36	0,25	0,39	0,51	0,55
Kabooki A/S	Børnetøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,05	1,25	1,34	1,28	-0,09	-0,05	-0,01	-0,02
KE Fibertec A/S	Fiberluftfordelingssystemer	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,30	1,29	1,32	1,36	-0,09	-0,03	0,10	0,16
Kompan A/S	Legeredskaber	Retail (Hardlines)	1,27	1,34	1,34	1,77	1,73	1,83	1,89	2,22	0,46	0,48	0,55	0,45
Krøger A/S	Hånd- og trykfugepistoler	Precision Instrument	1,47	1,24	1,27	1,28	1,09	1,01	1,05	1,03	-0,38	-0,22	-0,22	-0,25
Kwintet Danmark A/S	Arbejdstøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,51	1,82	1,97	1,87	0,37	0,52	0,61	0,57
Labofa A/S	Kontorstole og undervisningsmøbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	1,33	1,69	1,96	2,14	0,03	0,17	0,29	0,33
Lagkagehuset A/S	Bageriprodukter	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	0,87	0,92	0,94	0,96	0,07	0,06	0,07	0,04
Legoland ApS	Forlystelsesparker	Entertainment	1,67	1,81	1,73	1,63	1,58	1,81	1,98	1,81	-0,10	0,00	0,25	0,18
Logstor A/S	Fjernvarmerør	Oil/Gas Distribution	0,89	0,89	0,97	0,96	0,89	0,93	0,95	0,99	-0,01	0,04	-0,02	0,02
Mach ApS	Roaming til mobiltelefoni	Telecom. Equipment	1,49	1,15	1,04	1,02	2,13	1,77	1,64	1,61	0,65	0,63	0,60	0,59
Mejerigaarden A/S	Isprodukter	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	0,95	1,02	1,05	1,07	0,15	0,16	0,17	0,16
Noa Noa ApS	Modetøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,32	1,58	1,69	1,61	0,18	0,28	0,34	0,32
Nordgroup A/S	Behandling af farligt affald	Environmental	1,12	0,97	0,85	0,81	1,39	1,26	1,19	1,14	0,27	0,29	0,34	0,33
Novenco A/S	Industrielle køleanlæg	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,18	1,17	1,20	1,25	-0,21	-0,15	-0,01	0,05
Novenco Fire Fighting A/S	Brandslukningsudstyr	Precision Instrument	1,47	1,24	1,27	1,28	1,77	1,61	1,70	1,65	0,30	0,37	0,42	0,37
Nümph A/S	Modetøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,11	1,36	1,48	1,40	-0,03	0,06	0,12	0,10
Oliver's Petfood A/S	Onlinesalg af dyrefoder	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	0,94	1,02	1,04	1,07	0,14	0,16	0,17	0,15
Paradis Danmark A/S	Isprodukter	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	1,29	1,38	1,41	1,44	0,50	0,52	0,54	0,52
Pierre.dk Autolakering A/S	Autolakering	Auto Parts	1,56	1,75	1,78	1,70	1,23	1,57	1,88	1,77	-0,33	-0,18	0,10	0,07
PWT A/S	Tøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,57	1,84	1,97	1,88	0,43	0,54	0,61	0,58

Qubiq A/S	Lagerløsninger	Packaging & Container	1,27	1,20	1,06	1,16	1,10	1,13	1,12	1,17	-0,17	-0,06	0,06	0,01
Reson A/S	Industrielle sonaranlæg	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,72	1,71	1,75	1,81	0,33	0,39	0,54	0,61
Riegens A/S	Belysning	Electronics	1,31	1,16	1,12	1,07	1,35	1,36	1,40	1,30	0,04	0,20	0,28	0,23
Scan Global Logistics A/S	Søfart og logistik	Maritime	1,30	1,38	1,37	1,40	0,74	0,84	0,86	0,80	-0,56	-0,55	-0,51	-0,59
Schades A/S	Papir og etiketter	Paper/Forest Products	1,20	1,63	1,51	1,36	0,76	0,98	1,02	0,97	-0,44	-0,65	-0,49	-0,39
SFK Systems A/S	Slagterimaskiner	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,48	1,48	1,51	1,58	0,10	0,15	0,30	0,38
Sika Design A/S	Møbler	Furn/Home Furnishings	1,30	1,52	1,67	1,81	0,92	1,10	1,23	1,32	-0,37	-0,42	-0,44	-0,49
Skamol A/S	Varmeisolerende materialer	Building Materials	1,39	1,45	1,32	1,50	1,03	1,11	1,10	1,09	-0,36	-0,33	-0,22	-0,41
Solum A/S	Miljø og teknologi	Environmental	1,12	0,97	0,85	0,81	1,25	1,13	1,05	1,00	0,14	0,16	0,20	0,20
Sonion A/S	Høreapparatskomponenter	Precision Instrument	1,47	1,24	1,27	1,28	1,95	1,78	1,87	1,82	0,48	0,55	0,60	0,55
Spinning Jewelry A/S	Smykker	Precious Metals	1,41	1,18	1,18	1,15	1,86	1,64	1,65	1,60	0,45	0,46	0,47	0,46
Stofa A/S	Bredbånd	Internet	1,41	1,04	1,11	1,09	1,96	1,54	1,63	1,59	0,55	0,49	0,52	0,50
Svendborg Brakes A/S	Bremseløsninger	Auto Parts	1,56	1,75	1,78	1,70	1,18	1,43	1,65	1,58	-0,38	-0,32	-0,13	-0,12
System Frugt A/S	Tørret frugt	Food Processing	0,80	0,86	0,87	0,91	0,71	0,76	0,77	0,79	-0,09	-0,10	-0,10	-0,12
SystemTeknik A/S	El-styretavler	Electrical Equipment	1,38	1,41	1,32	1,33	1,82	1,93	1,91	1,89	0,44	0,52	0,59	0,56
TMK A/S	Køkkener	Household Products	1,10	1,15	1,17	1,07	1,46	1,50	1,56	1,44	0,35	0,35	0,39	0,38
Traen A/S	IT-systemer	Computer Software	1,98	1,67	1,59	1,04	2,24	2,24	2,25	1,73	0,26	0,57	0,66	0,69
Tresu A/S	Trykmaskiner	Machinery	1,39	1,32	1,21	1,20	1,24	1,23	1,26	1,30	-0,15	-0,09	0,05	0,10
Unifeeder A/S	Containerrederi	Maritime	1,30	1,38	1,37	1,40	1,06	1,17	1,20	1,13	-0,24	-0,21	-0,17	-0,26
Union Engineering A/S	Kulsyre- og CO2-anlæg	Engineering and construction	1,31	1,16	1,65	1,22	0,82	0,82	1,20	0,93	-0,49	-0,34	-0,45	-0,29
United Textile Group A/S	Tøj	Apparel	1,14	1,30	1,35	1,30	1,08	1,29	1,38	1,32	-0,06	-0,01	0,03	0,02
Vernal A/S	Medicinske og industrielle tekstiler	Chemical (Specialty)	1,19	1,29	1,37	1,28	1,66	1,80	1,94	1,87	0,47	0,51	0,57	0,59
Winnie Papir A/S	Gavepapir	Paper/Forest Products	1,20	1,63	1,51	1,36	0,72	0,97	1,01	0,95	-0,48	-0,67	-0,51	-0,41
Wrist Group A/S	Skibsforsyning	Maritime	1,30	1,38	1,37	1,40	1,36	1,48	1,50	1,44	0,06	0,09	0,13	0,04
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	Smykker	Precious Metals	1,41	1,18	1,18	1,15	1,57	1,39	1,40	1,35	0,15	0,20	0,21	0,21

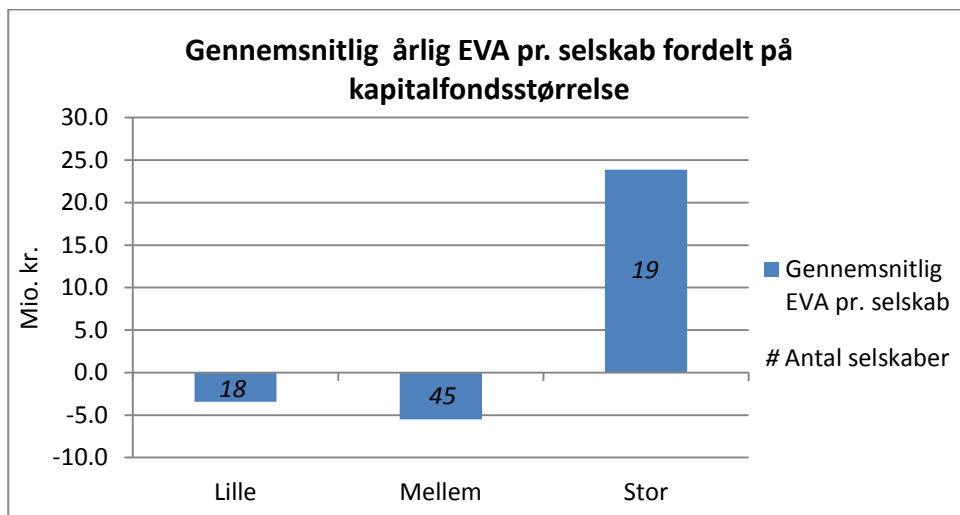
Kilde: Factset (2013), Damodaran (2013) og egen tilvirkning

Gennemsnit	0,07	0,12	0,19	0,19
Varians	0,10	0,10	0,10	0,11
Standardafvigelse	0,32	0,32	0,32	0,33

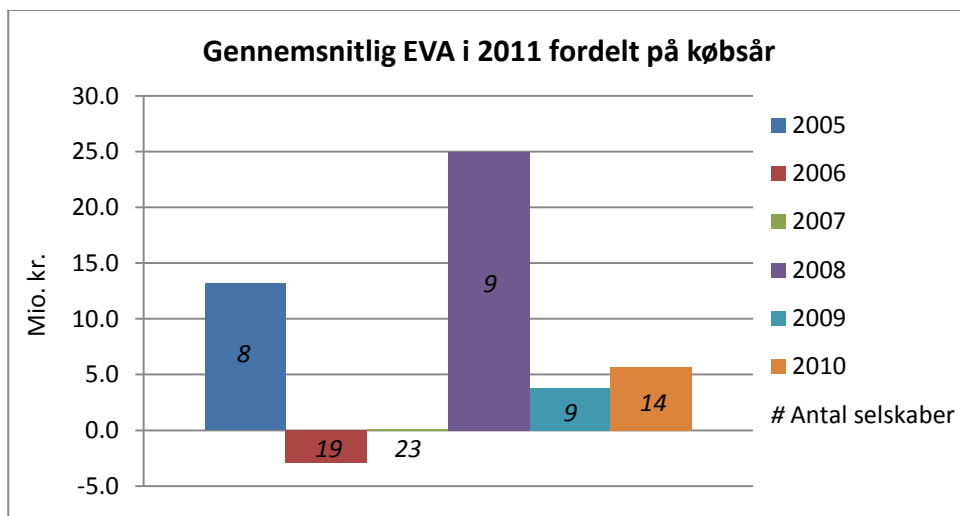
Bilag L – Grafer til EVA-analyse



Kilde: Egen tilvirkning



Kilde: Egen tilvirkning



Kilde: Egen tilvirkning

Bilag M – Porteføljeselskabers multipler i 2011

(mio. kr.)

Porteføljeselskab	Porteføljeselskaber											Børsnoterede selskaber (grid)				Børsnoterede selskaber (peers)			
	EBITDA	EV/ EBITDA	EV	NIBD	NIBD/ EBITDA	EK	K/I	ROE	P/E	Gns. EK	Gns. D/E	EV/ EBITDA	NIBD/ EBITDA	K/I	P/E	EV/ EBITDA	NIBD/ EBITDA	K/I	P/E
AH Industries A/S	65,8	8,6	566,1	316,3	4,8	730,1	0,3	-0,4%	-88,9	730,8	0,4	7,3	3,5	1,0	14,1	5,9	0,2	1,9	10,0
Alliance+ A/S	37,1	12,4	460,2	36,3	1,0	145,6	2,9	6,5%	44,9	147,9	0,2	4,8	1,5	0,9	8,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Ball Group ApS	65,4	10,0	653,9	67,9	1,0	80,8	7,3	63,8%	11,4	56,0	1,1	11,7	7,9	0,7	28,6	4,6	0,7	2,3	6,9
Biblioteksmedier A/S	38,7	12,4	480,4	20,4	0,5	34,2	13,5	67,7%	19,9	35,6	0,6	3,0	1,4	1,0	11,2	13,6	0,6	3,7	20,3
BLIP Systems A/S	2,5	11,8	29,1	-1,8	-0,7	6,8	4,6	34,3%	13,3	5,6	-0,5	4,5	-1,7	1,6	19,7	8,2	-1,8	2,0	44,9
Bollerup Jensen A/S	15,1	10,4	156,8	-1,7	-0,1	11,3	14,1	94,1%	15,0	13,5	-0,3	4,5	-1,7	1,6	19,7	n/a	n/a	n/a	n/a
BTX Group A/S	336,8	10,0	3368,2	262,7	0,8	-82,3	-37,7	-127,5%	29,6	133,9	-0,5	5,4	-3,7	0,7	17,4	4,6	0,7	2,3	6,9
Cane-Line A/S	32,0	11,2	358,3	-23,0	-0,7	58,9	6,5	40,2%	16,1	57,8	-0,3	5,0	-2,7	1,2	18,6	4,3	1,3	1,1	8,8
Combilent A/S	6,0	11,8	71,1	23,0	3,8	4,3	11,1	79,6%	14,0	10,6	3,1	8,2	4,1	1,4	20,4	5,4	-3,7	0,7	17,4
Contex A/S	51,6	11,8	609,0	30,7	0,6	96,4	6,0	23,6%	25,4	75,5	0,4	4,5	1,8	0,9	6,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Da'Core A/S	10,9	11,2	121,5	87,7	8,1	37,4	0,9	4,6%	19,6	40,7	1,0	8,2	4,1	1,4	20,4	8,2	1,9	1,3	10,3
Dako A/S	407,1	11,9	4844,1	485,3	1,2	979,2	4,5	25,0%	17,8	595,1	1,5	12,0	10,3	1,0	7,8	9,4	0,9	3,0	24,8
Damolin A/S	43,4	6,8	295,3	69,1	1,6	86,2	2,6	16,1%	16,3	86,2	0,8	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Dansk Cater A/S	21,3	9,5	202,3	246,1	11,6	276,8	-0,2	45,2%	-0,4	179,1	2,3	11,9	4,3	1,0	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a
EG A/S	128,6	13,0	1671,8	70,2	0,5	390,1	4,1	15,0%	27,3	318,6	-0,1	3,1	-2,0	1,1	8,3	9,0	-0,1	4,4	15,9
Elite Gaming A/S	22,1	10,2	225,7	67,0	3,0	166,2	1,0	0,1%	1419,4	51,7	2,2	11,7	7,9	0,7	28,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Ellegaard A/S	18,4	10,0	184,5	17,6	1,0	9,0	18,5	114,7%	16,1	18,5	0,9	3,0	1,4	1,0	11,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Epoke A/S	24,7	10,2	252,4	70,7	2,9	69,7	2,6	21,6%	12,1	69,7	1,0	11,7	7,9	0,7	28,6	3,5	1,8	0,4	10,1
Gram Equipment A/S	35,8	10,2	365,5	-36,4	-1,0	60,3	6,7	41,2%	16,2	60,3	-0,6	4,3	-1,3	1,2	6,9	3,5	1,8	0,4	10,1
Hamlet Protein A/S	38,1	8,9	339,3	139,0	3,6	86,8	2,3	17,5%	13,2	68,5	1,6	11,7	7,9	0,7	28,6	13,4	1,9	3,5	20,2
Haslev Møbelsnedkeri A/S	7,5	11,2	84,4	12,0	1,6	16,6	4,4	27,9%	15,6	20,2	0,5	3,0	1,4	1,0	11,2	4,3	1,3	1,1	8,8
Haarslev Industries A/S	170,3	10,2	1736,8	181,6	1,1	146,1	10,6	55,6%	19,1	101,4	3,6	11,9	4,3	1,0	12,9	3,5	1,8	0,4	10,1
Inwido A/S	92,9	8,6	799,1	675,4	7,3	105,5	1,2	-2,0%	-58,9	119,1	4,4	11,9	4,3	1,0	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a

IT2 Holding ApS	18,8	14,8	278,2	-9,4	-0,5	67,5	4,3	8,8%	48,7	60,4	0,1	4,5	1,8	0,9	6,5	9,0	-0,1	4,4	15,9
J. Hvidtved Larsen A/S	23,8	10,2	243,2	48,3	2,0	39,6	4,9	28,0%	17,6	33,4	1,8	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Jeka Fish A/S	15,8	8,9	140,5	57,0	3,6	26,2	3,2	14,4%	22,1	27,6	1,6	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
K.P. Komponenter A/S	53,8	8,6	462,6	112,9	2,1	72,9	4,8	31,0%	15,5	64,4	1,7	11,7	7,9	0,7	28,6	5,9	0,2	1,9	10,0
KA Interiør A/S	10,6	11,2	118,9	-11,4	-1,1	24,0	5,4	29,2%	18,6	21,7	-0,3	4,5	-1,7	1,6	19,7	4,3	1,3	1,1	8,8
KE Fibertec A/S	8,8	13,1	115,8	5,8	0,7	19,8	5,6	34,8%	16,0	15,2	0,8	3,0	1,4	1,0	11,2	3,1	-2,0	1,1	8,3
Kompan A/S	66,2	11,2	740,9	250,2	3,8	297,3	1,7	29,9%	5,5	180,4	1,2	11,9	4,3	1,0	12,9	n/a	n/a	n/a	n/a
Krøger A/S	20,5	10,2	208,9	1,9	0,1	17,4	11,9	75,5%	15,8	16,3	0,1	3,0	1,4	1,0	11,2	5,1	2,4	0,6	5,3
Labofa A/S	3,3	11,2	37,4	5,2	1,5	3,5	9,3	35,3%	26,2	3,5	1,5	8,2	4,1	1,4	20,4	4,3	1,3	1,1	8,8
Lagkagehuset A/S	36,0	8,9	320,3	37,2	1,0	52,1	5,4	24,5%	22,1	42,5	0,5	3,0	1,4	1,0	11,2	n/a	n/a	n/a	n/a
Legoland ApS	162,9	9,5	1547,9	-234,5	-1,4	602,2	3,0	16,6%	17,8	369,5	0,4	6,8	0,9	2,1	17,0	n/a	n/a	n/a	n/a
Logstor A/S	73,7	16,3	1202,0	4,1	0,1	207,1	5,8	10,8%	53,4	183,3	0,6	4,8	1,5	0,9	8,5	n/a	n/a	n/a	n/a
Mach ApS	34,4	12,1	416,4	-96,9	-2,8	226,6	2,3	12,5%	18,2	342,5	-0,4	3,1	-2,0	1,1	8,3	5,4	-3,7	0,7	17,4
Mejerigaarden A/S	30,5	8,9	271,9	86,0	2,8	83,1	2,2	13,1%	17,0	72,4	1,1	11,7	7,9	0,7	28,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Nordgroup A/S	48,9	10,4	508,3	-2,4	0,0	250,1	2,0	2,9%	71,6	250,1	0,0	6,4	0,2	1,8	10,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Novenco Fire Fighting A/S	3,2	10,2	32,2	4,7	1,5	4,2	6,6	7,8%	83,7	6,4	1,0	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Nümpf A/S	55,2	10,0	551,6	63,1	1,1	64,3	7,6	48,9%	15,5	64,3	1,0	11,7	7,9	0,7	28,6	4,6	0,7	2,3	6,9
Pierre.dk Autolakering A/S	20,5	8,9	182,2	50,8	2,5	43,3	3,0	17,3%	17,5	43,3	1,2	8,2	4,1	1,4	20,4	8,2	6,8	-1,2	8,2
Reson A/S	29,6	10,2	302,2	103,0	3,5	12,9	15,4	-148,2%	-10,4	3,3	4,1	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Riegens A/S	27,4	8,9	243,7	58,2	2,1	41,9	4,4	28,1%	15,8	43,5	1,3	8,2	4,1	1,4	20,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Scan Global Logistics A/S	11,7	7,6	88,7	-47,7	-4,1	104,5	1,3	-22,2%	-5,9	56,3	-0,9	4,3	-1,3	1,2	6,9	8,6	2,2	3,6	13,3
Schades A/S	17,3	8,9	154,2	48,5	2,8	133,7	0,8	1,4%	57,6	132,2	0,5	4,8	1,5	0,9	8,5	9,3	4,4	1,4	13,3
SFK Systems A/S	63,3	10,2	645,8	91,1	1,4	138,3	4,0	18,0%	22,2	76,9	2,2	11,7	7,9	0,7	28,6	3,5	1,8	0,4	10,1
Sika Design A/S	2,3	11,2	25,6	2,1	0,9	18,0	1,3	5,6%	23,1	19,6	0,2	3,0	1,4	1,0	11,2	4,3	1,3	1,1	8,8
Skamol A/S	74,1	8,6	637,3	58,6	0,8	162,1	3,6	23,7%	15,1	120,0	0,9	4,8	1,5	0,9	8,5	6,2	0,5	1,2	15,5
Sonion A/S	31,0	10,2	316,2	724,1	23,4	155,0	-2,6	-24,4%	10,8	252,3	2,4	12,0	10,3	1,0	7,8	10,6	1,3	1,4	10,8
Stofa A/S	198,2	12,9	2556,9	-168,9	-0,9	519,7	5,2	17,4%	30,2	474,6	-0,2	3,1	-2,0	1,1	8,3	5,7	2,1	1,7	13,4
Svendborg Brakes A/S	35,2	8,9	313,1	-23,6	-0,7	399,9	0,8	6,7%	12,6	350,2	0,0	6,4	0,2	1,8	10,6	8,2	6,8	-1,2	8,2

System Frugt A/S	34,4	8,9	306,1	27,2	0,8	57,3	4,9	39,5%	12,3	57,3	0,5	4,5	1,8	0,9	6,5	13,4	1,9	3,5	20,2
SystemTeknik A/S	1,4	11,8	16,9	8,9	6,2	5,1	1,6	9,4%	16,5	10,5	0,9	3,0	1,4	1,0	11,2	n/a	n/a	n/a	n/a
TMK A/S	27,9	10,0	278,7	74,0	2,7	69,3	3,0	19,0%	15,5	60,0	1,8	11,7	7,9	0,7	28,6	n/a	n/a	n/a	n/a
Traen A/S	37,8	14,8	559,9	116,2	3,1	9,2	48,2	51,2%	94,2	6,7	22,4	8,2	4,1	1,4	20,4	4,8	-2,1	2,1	11,2
Tresu A/S	17,6	10,2	179,9	33,1	1,9	45,7	3,2	14,6%	22,0	45,7	0,7	3,0	1,4	1,0	11,2	3,0	1,0	1,0	4,6
Unifeeder A/S	309,2	7,6	2350,3	-240,8	-0,8	432,1	6,0	65,8%	9,1	380,2	-0,6	3,1	-2,0	1,1	8,3	8,6	2,2	3,6	13,3
Union Engineering A/S	38,6	8,6	331,7	17,1	0,4	77,7	4,0	17,7%	22,9	77,7	0,2	4,5	1,8	0,9	6,5	n/a	n/a	n/a	n/a
United Textile Group A/S	21,9	10,0	218,9	24,3	1,1	44,2	4,4	33,6%	13,1	40,2	0,6	3,0	1,4	1,0	11,2	4,6	0,7	2,3	6,9
Vernal A/S	33,2	10,4	345,3	343,8	10,4	17,8	0,1	-127,0%	-0,1	40,0	11,5	8,2	4,1	1,4	20,4	8,2	1,9	1,3	10,3
Winnie Papir A/S	39,3	8,9	350,1	70,6	1,8	132,4	2,1	15,2%	13,9	85,0	0,6	4,5	1,8	0,9	6,5	9,3	4,4	1,4	13,3
Wrist Group A/S	520,4	7,6	3955,0	2742,0	5,3	1144,9	1,1	23,0%	4,6	503,1	1,9	12,0	10,3	1,0	7,8	8,6	2,2	3,6	13,3
Aagaard Kranz & Ziegler A/S	20,4	10,0	203,9	104,6	5,1	78,7	1,3	5,8%	21,6	43,3	1,0	8,2	4,1	1,4	20,4	3,2	0,1	1,3	3,4

Kilde: Mergermarket og egen tilvirkning

Bilag N – Børsnoterede selskabers multipler i 2011

De nedenstående selskabers data er trukket gennem FactSet per 31. december 2011. Efterfølgende er banker, finansinstitutter og selskaber, som ikke opfylder fremgangsmådens krav, frasorteret

(mio. kr.)

Selskab	Industri	Market Cap (2011)	EV (2011)	EK (2011)	NIBD (2011)	Omsætning (2011)	EBITDA (2011)	EBIT (2011)	EAT (2011)	Gearing NIBD/EK	K/I	ROE	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	Leverage NIBD/EBITDA
A.P. Moeller-Maersk AS Class B	Diversificeret	165.554	241.418	194.157	94.551	322.520	77.198	49.867	15.111	0,5	0,9	7,8%	11,0	3,1	4,8	1,2
ALK-Abello A/S	Helse og kosmetik	3.167	2.747	2.167	(420)	2.348	404	297	200	-0,2	1,5	9,2%	15,8	6,8	9,2	-1,0
Ambu A/S	Helse og kosmetik	1.715	1.892	580	177	983	201	144	69	0,3	3,0	11,9%	24,8	9,4	13,1	0,9
Andersen & Martini A/S	Detailhandel	82	271	99	189	823	14	8	2	1,9	0,8	1,6%	52,4	19,1	33,0	13,3
Arkil Holding A/S	Byggeri	185	281	638	96	2.569	111	13	5	0,1	0,3	0,7%	38,8	2,5	22,3	0,9
Athena IT-Group A/S	Elektronik	40	42	41	20	56	14	8	4	0,5	1,0	8,8%	11,2	3,0	5,4	1,4
Auriga Industries A/S	Kemikalier	1.890	4.099	1.904	2.199	5.723	462	285	(15)	1,2	1,0	-0,8%	-124,7	8,9	14,4	4,8
Bang & Olufsen A/S	Elektronik	1.955	2.159	1.538	210	3.008	374	119	73	0,1	1,3	4,8%	26,7	5,8	18,1	0,6
BoConcept Holding A/S	Tekstiler	226	326	200	100	1.022	76	37	26	0,5	1,1	12,8%	8,8	4,3	8,7	1,3
Broedrene Klee A/S	Metaller	83	85	43	2	137	14	12	8	0,1	1,9	19,0%	10,0	5,9	7,2	0,2
Broedrene A&O Johansen A/S	Diverse	424	803	671	379	2.366	159	121	80	0,6	0,6	11,9%	5,3	5,1	6,7	2,4
Broedrene Hartmann A/S	Papir	698	868	560	171	1.488	205	121	76	0,3	1,2	13,6%	9,2	4,2	7,2	0,8
Carlsberg As Ord Cl B	Drikkevarer	61.772	95.554	65.866	33.070	63.561	12.805	9.021	5.149	0,5	0,9	7,8%	12,0	7,5	10,6	2,6
cBrain A/S	Elektronik	76	54	37	(23)	38	11	9	7	-0,6	2,1	18,3%	11,2	4,8	6,0	-2,1
Chr. Hansen Holding A/S	Madvarer	16.879	19.706	4.772	2.798	4.738	1.472	1.155	837	0,6	3,5	17,5%	20,2	13,4	17,1	1,9
Coloplast A/S Shs -B-	Helse og kosmetik	34.704	35.285	4.478	587	10.172	3.056	2.529	1.819	0,1	7,7	40,6%	19,1	11,5	14,0	0,2
D/S Norden A/S	Transport	5.543	4.036	11.418	(1.386)	12.176	971	536	470	-0,1	0,5	4,1%	11,8	4,2	7,5	-1,4
Dalhoff Larsen & Horneman A/S	Diverse	342	887	776	546	2.937	76	51	11	0,7	0,4	1,4%	31,3	11,6	17,4	7,1

Dantherm A/S	Byggeri	99	286	130	187	550	41	20	6	1,4	0,8	4,4%	17,3	7,0	14,4	4,6
DFDS A/S	Transport	5.149	7.852	6.906	2.651	11.625	1.495	822	731	0,4	0,7	10,6%	7,0	5,3	9,6	1,8
DSV A/S	Transport	19.121	25.674	5.279	6.549	43.710	2.975	2.410	1.440	1,2	3,6	27,3%	13,3	8,6	10,7	2,2
East Asiatic Co. A/S	Diversificeret	1.423	2.797	2.680	1.233	6.274	496	325	162	0,5	0,5	6,0%	8,8	5,6	8,6	2,5
Egetaeppe A/S	Tekstiler	269	324	323	51	753	80	52	36	0,2	0,8	11,1%	7,5	4,1	6,2	0,6
Enalyzer A/S	Diverse	29	28	10	(1)	26	4	2	2	-0,1	3,0	18,6%	15,9	6,6	18,2	-0,2
esoft systems A/S	Diverse	11	4	13	(9)	60	7	4	4	-0,7	0,9	27,9%	3,1	0,6	0,9	-1,3
F.E. Bording A/S	Papir	142	277	103	130	451	30	15	11	1,3	1,4	10,3%	13,3	9,3	18,8	4,4
FLSmidt & Co. A/S	Maskiner og udstyr	17.642	17.503	8.860	(185)	21.998	2.546	2.054	1.414	0,0	2,0	16,0%	12,5	6,9	8,5	-0,1
Fluegger A/S	Kemikalier	915	889	798	(26)	1.760	97	39	22	0,0	1,1	2,8%	40,9	9,2	22,6	-0,3
Gabriel Holding A/S	Tekstiler	174	196	137	46	243	24	18	17	0,3	1,3	12,3%	10,3	8,2	10,9	1,9
Glunz & Jensen A/S	Maskiner og udstyr	115	170	119	55	398	56	36	25	0,5	1,0	20,9%	4,6	3,0	4,7	1,0
GN Store Nord A/S	Elektronik	9.336	10.595	6.878	1.275	5.564	997	588	865	0,2	1,4	12,6%	10,8	10,6	18,0	1,3
Gyldendal Ser'A'Dkk20	Print og udgivelser	1.110	1.162	300	51	886	86	67	55	0,2	3,7	18,2%	20,3	13,6	17,4	0,6
H. Lundbeck A/S	Helse og kosmetik	21.183	19.160	12.776	(2.023)	16.007	4.628	3.726	2.282	-0,2	1,7	17,9%	9,3	4,1	5,1	-0,4
Harboes Bryggeri A/S	Drikkevarer	489	903	753	415	1.410	116	35	38	0,6	0,6	5,1%	12,7	7,8	25,6	3,6
IC Companys A/S	Beklædning	1.681	2.010	739	327	3.925	438	313	243	0,4	2,3	32,8%	6,9	4,6	6,4	0,7
Jobindex A/S	Diverse	294	234	47	(60)	108	35	31	26	-1,3	6,2	54,9%	11,3	6,6	7,5	-1,7
Kobenhavns Lufthavne A/S	Transport	13.773	17.336	2.916	3.563	3.344	1.789	1.277	756	1,2	4,7	25,9%	18,2	9,7	13,6	2,0
Mermaid A/S	Elektronik	72	59	37	(13)	71	7	3	2	-0,4	2,0	4,4%	44,9	8,2	20,9	-1,8
NKT Holding A/S	Elektronik	4.514	8.175	4.060	4.490	15.604	810	320	125	1,1	1,1	3,1%	36,1	10,1	25,6	5,5
North Media A/S	Print og udgivelser	447	327	511	(125)	1.212	192	159	113	-0,2	0,9	22,1%	4,0	1,7	2,1	-0,7
Novo Nordisk A/S	Helse og kosmetik	366.669	351.425	37.448	(15.205)	66.346	24.546	22.056	17.097	-0,4	9,8	45,7%	21,4	14,3	15,9	-0,6
Novozymes A/S	Kemikalier	55.864	56.830	8.809	951	10.510	3.077	2.321	1.826	0,1	6,3	20,7%	30,6	18,5	24,5	0,3
NTR Holding A/S	Diverse	63	66	95	4	75	12	7	(2)	0,0	0,7	-1,9%	-34,8	5,4	8,9	0,3
Ossur hf.	Helse og kosmetik	3.837	4.486	2.087	654	2.150	394	323	189	0,3	1,8	9,1%	20,3	11,4	13,9	1,7
Pandora A/S	Beklædning	7.018	7.227	5.411	209	6.658	2.279	2.058	2.037	0,0	1,3	37,6%	3,4	3,2	3,5	0,1
Parken Sport &	Sport og fritid	679	1.937	809	1.258	1.342	279	137	74	1,6	0,8	9,2%	9,2	6,9	14,1	4,5

Entertainment A/S																
Per Aarsleff A/S	Byggeri	819	861	1.472	122	6.147	375	133	98	0,1	0,6	6,6%	8,4	2,3	6,5	0,3
Rias A/S	Diverse	109	104	156	(6)	248	17	11	8	0,0	0,7	5,2%	13,4	6,2	9,2	-0,3
Roblon A/S	Maskiner og udstyr	228	140	201	(88)	224	45	35	28	-0,4	1,1	13,8%	8,3	3,1	3,9	-2,0
Rockwool International A/S	Byggeri	9.951	10.380	8.623	751	13.748	1.663	723	640	0,1	1,2	7,4%	15,5	6,2	14,4	0,5
Royal UNIBREW A/S	Drikkevarer	3.435	3.788	1.308	631	3.431	604	471	348	0,5	2,6	26,6%	9,9	6,3	8,0	1,0
RTX A/S	Elektronik	113	67	153	(45)	205	12	9	7	-0,3	0,7	4,2%	17,4	5,4	7,5	-3,7
Sanistaal A/S	Diverse	533	1.908	537	1.638	4.303	159	85	68	3,1	1,0	12,7%	7,8	12,0	22,3	10,3
Scandinavian Brake Systems A/S	Auto	121	683	(98)	566	1.022	83	64	15	-5,8	-1,2	- 15,1%	8,2	8,2	10,6	6,8
Schouw & Co. A/S	Diversificeret	2.173	4.846	4.196	2.702	11.929	1.029	640	(72)	0,6	0,5	-1,7%	-30,1	4,7	7,6	2,6
SimCorp A/S	Elektronik	3.819	3.452	618	(358)	1.451	374	344	253	-0,6	6,2	40,9%	15,1	9,2	10,0	-1,0
SKAKO A/S	Maskiner og udstyr	42	96	66	54	333	22	16	9	0,8	0,6	13,2%	4,9	4,3	5,9	2,4
Solar A/S	Diverse	1.807	2.701	2.097	894	11.417	401	221	91	0,4	0,9	4,3%	19,9	6,7	12,2	2,2
SP Group A/S	Kemikalier	184	567	191	368	977	95	51	23	1,9	1,0	11,9%	8,1	6,0	11,2	3,9
Svejsemaskinefabrikken Migatronik A/S	Maskiner og udstyr	40	82	109	42	279	23	8	4	0,4	0,4	3,6%	10,1	3,5	9,6	1,8
TDC A/S	Forsyning	37.614	59.210	22.244	21.718	26.304	10.314	5.140	2.813	1,0	1,7	12,6%	13,4	5,7	11,5	2,1
Trifork A/S	Elektronik	252	255	57	(2)	175	28	20	16	0,0	4,4	27,6%	15,9	9,0	12,9	-0,1
Viborg Haandbold Klub A/S	Sport og fritid	8	(17)	31	(26)	32	(5)	(7)	(8)	-0,8	0,3	- 25,1%	-1,1	3,2	2,4	4,8
William Demant Holding A/S	Helse og kosmetik	27.529	29.461	3.300	2.024	8.041	1.931	1.698	1.198	0,6	8,3	36,3%	23,0	15,3	17,4	1,0

Kilde: FactSet (2013)

Bilag O – Multipel-grids

EV/EBITDA grid	Gearing					
EK (mio. kr.)	]-1]	]-1;0[	0	]0;1[	[1[	GNS
]0]	8,2	-	-	-	-	8,2
[0;50[	4,9	4,5	6,3	3,0	-	4,7
[50;100[	-	-	7,2	-	11,7	9,5
[100;200[	-	5,4	-	4,8	11,9	5,5
[200;600[	-	3,1	6,4	6,8	12,0	7,1
[600;1000[	-	9,2	5,8	7,3	6,9	7,3
[1000;2500[	-	-	5,0	8,1	8,9	7,3
2500 <	-	14,3	8,2	7,8	8,5	9,7
Gennemsnit	6,6	7,3	5,6	6,3	10,0	

Kilde: FactSet (2013) og egen tilvirkning

NIBD/EBITDA grid	Gearing					
EK (mio. kr.)	]-1]	]-1;0[	0	]0;1[	[1[	GNS
]0]	6,8	-	-	-	-	6,8
[0;50[	1,5	(1,7)	(0,0)	1,4	-	0,3
[50;100[	-	-	0,1	-	7,9	4,0
[100;200[	-	(3,7)	(0,3)	1,5	4,3	0,4
[200;600[	-	(2,0)	0,2	0,9	10,3	2,4
[600;1000[	-	(1,0)	0,3	3,5	4,5	1,8
[1000;2500[	-	-	(0,1)	1,6	4,8	2,1
2500 <	-	(0,6)	0,0	1,9	3,0	1,1
Gennemsnit	4,2	(1,8)	0,0	1,8	5,8	

Kilde: FactSet (2013) og egen tilvirkning

K/I grid	Gearing					
EK (mio. kr.)	]-1]	]-1;0[	0	]0;1[	[1[	GNS
]0]	(1,2)	-	-	-	-	(1,2)
[0;50[	3,3	1,6	2,4	1,0	-	2,1
[50;100[	-	-	2,5	-	0,7	1,6
[100;200[	-	0,7	0,7	0,9	1,0	0,9
[200;600[	-	1,1	1,8	2,1	1,0	1,5
[600;1000[	-	6,2	0,7	1,0	0,8	2,2
[1000;2500[	-	-	1,1	1,8	1,0	1,3
2500 <	-	9,8	2,8	2,2	2,8	4,4
Gennemsnit	1,0	3,9	1,7	1,5	1,2	

Kilde: FactSet (2013) og egen tilvirkning

P/E grid	Gearing					
EK (mio. kr.)	]-1]	]-1;0[	0	]0;1[	[1[	GNS
]0]	8,2	-	-	-	-	8,2
[0;50[	5,1	19,7	13,0	11,2	-	12,3
[50;100[	-	-	(9,4)	-	28,6	9,6
[100;200[	-	17,4	13,4	8,5	12,9	13,1
[200;600[	-	8,3	10,6	17,0	7,8	10,9
[600;1000[	-	15,1	39,9	14,1	9,2	19,5
[1000;2500[	-	-	17,0	16,7	(124,7)	(30,4)
2500 <	-	21,4	14,1	7,4	20,2	15,8
Gennemsnit	6,6	16,4	14,1	12,5	(7,7)	

Kilde: FactSet (2013) og egen tilvirkning