

CataCaps fusion af G.S.V. Materieludlejning og Pitzner Materiel A/S

GN MASKINER A/S



AGJ PITZNER

CORONA PITZNER

VMC PITZNER



Afgangsprøjet HD (F) Forår 2017
CBS Copenhagen Business School
Forfatter: Jens Kjær Baggersgaard
Jeba15ah
Vejleder: Jakob Kær Krogh Nielsen

Indholdsfortegnelse

Indledning.....	- 5 -
Problemformulering.....	- 5 -
Metode.....	- 6 -
Afgrænsning	- 6 -
Kapitalfonden CataCap 1 K/S.....	- 7 -
Investorer	- 8 -
Investeringer	- 9 -
Juridisk struktur.....	- 10 -
Identifikation af porteføljeselskaber.....	- 12 -
Værdiansættelsesteori	- 13 -
Reformuleret resultatopgørelse.....	- 15 -
Reformuleret balance.....	- 16 -
Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst.....	- 16 -
AOH	- 18 -
Overskudsgrad.....	- 18 -
WACC.....	- 18 -
R_{EK}	- 19 -
Strategisk analyse af materieludlejningsbranchen.	- 20 -
Opkøbsemne - G.S.V. Materieludlejning A/S før fusionen.....	- 22 -
Regnskabsanalyse.....	- 23 -
Nøgletal	- 24 -
Common Size analyse.....	- 26 -
Trendanalyse	- 27 -
Værdiansættelse af G.S.V.....	- 28 -
Multiple analyse	- 28 -
DCF analyse	- 29 -
Modelberegning.....	- 30 -
Opkøbsemne - Pitzner Materiel A/S før fusionen	- 31 -
Regnskabsanalyse.....	- 32 -
Nøgletal	- 33 -
Common Size analyse.....	- 34 -
Trendanalyse	- 35 -

Værdiansættelse af Pitzner	- 36 -
Multiple analyse	- 36 -
DCF analyse	- 36 -
Modelberegning	- 38 -
Opkøb af G.S.V. og Pitzner	- 39 -
G.S.V. Holding A/S	- 41 -
Strategisk analyse	- 42 -
Regnskabsanalyse	- 46 -
Uddrag af Aktiver	- 48 -
Uddrag af Passiver	- 49 -
Værdiansættelse DCF	- 50 -
Reformulering	- 50 -
Reformuleret resultatopgørelse	- 51 -
Uddrag af reformuleret balance	- 52 -
Uddrag af reformuleret netto finansielle forpligtigelser	- 53 -
Budgettering	- 53 -
Synergier	- 53 -
Budget	- 55 -
WACC	- 57 -
Værdiansættelse	- 59 -
Multiple	- 60 -
Værdiansættelse LBO	- 60 -
IRR	- 61 -
Aflønning til CataCaps partnere	- 62 -
Følsomhedsanalyse	- 63 -
Upside Scenarie	- 63 -
Downside Scenarie	- 64 -
Én-faktor analyse	- 64 -
Scenarie analyse baseret på én-faktor analysen	- 65 -
Konklusion	- 66 -
Kildehenvisninger	- 68 -
Bøger	- 68 -
Hjemmesider	- 68 -

Regnskaber	- 68 -
Øvrigt	- 69 -
Bilag	- 70 -
Bilag 1 – Common Size G.S.V.	- 70 -
Bilag 2 – Trendanalyse G.S.V.	- 71 -
Bilag 3 – Common Size Pitzner	- 72 -
Bilag 4 – Trendanalyse Pitzner	- 73 -
Bilag 5 - Fuld balance – Aktiver og Passiver	- 74 -
Bilag 6 – Skatteopgørelse	- 75 -
Bilag 7 – Reformuleret balance	- 76 -
Bilag 8 – Reformuleret netto finansielle forpligtigelser	- 77 -
Bilag 9 – WACC komponenter	- 78 -

Indledning

Private Equity fonde investerer mere end nogensinde i danske virksomheder. I 2015 administrerede kapitalfonde i alt 90 milliarder fra primært pensionskasser. I europæisk perspektiv opnåede Danmark en rangering som 4. plads i PEF investeringer målt i Private Equity investeringer som en andel af landets bruttonationalprodukt.¹ Danish Venture Capital and Private Equity (DVCA) estimerede PEF omsætning i 2015 til 141 milliarder med et EBIT på 14,9 milliarder. Baseret på afkast fra fondene skabte de et afkast til deres investorer på 14 % i årlige afkast jf. Thomson Reuters.² Nyinvesteringer i 2015 skete med en gennemsnitlig egenkapitalfinansiering på 38 %.

Typiske opkøbsemner er relativt modne selskaber, der har skabt et stabilt cash-flow og indtjening af ikke uvæsentlig størrelse, hvor det vurderes, at PEF via aktiv medejerskab kan bidrage til den videre udvikling af selskabet med henblik på et fremtidigt salg inden for en investeringshorisont på typisk 3-7 år.³ Dette sker blandt andet via en forbedret corporate governance struktur med styrkelse af både ledelse og bestyrelse samt optimering af kapitalstrukturen. Exit fra disse investeringer sker ofte ved børsnotering eller salg til store industrielle spillere i markedet.

Et opkøb blandt mange var PEF CataCaps opkøb af både G.S.V. Materiel Udlejning A/S samt Pitzner Materiel A/S i 2014. Men hvorfor netop disse to selskaber? Der er ikke før foretaget en så stor fusion af selskaber inden for denne fragmenterede branche med udlejning af materiel i entreprenørindustrien. Hvordan vil de skabe merværdi i det fusionerede selskab i forhold til de to selskaber hver for sig? Dette projekt vil undersøge denne investering, og hvorledes der kan skabes (mer)værdi.

Problemformulering

Nævnte PEF investering leder til følgende spørgsmål:

Hvilken værdi forventes CataCaps investering i G.S.V. og Pitzner at skabe til deres investorer efter en fusion af disse to selskaber?

Dette hovedspørgsmål vil kunne besvares ved at undersøge følgende delspørgsmål:

Hvordan er CataCap som kapitalfond, og hvad er deres strategi ved opkøb?

Hvem er targetselskaberne, og hvorledes kan en fusion af disse skabe værdi?

Hvilken teoretisk markedsværdi har selskabet efter fusion og effektivering af synergier?

Hvad vil IRR være for investor, hvis der skabes en exit efter 5-7 år?

¹ Danish Venture Capital and Private Equity Association – Kapital Fonde i 2015/16 – Årsskrift om god selskabsledelse i kapitalfonde.

² Danish Venture Capital and Private Equity Association – Oplæg ved Afdelingschef Gorm Boe Petersen.

³ Artikel: Danske liv- og pensionsselskabers investeringer i Private equity underperformer aktiemarkedet, af Jesper Nieamann publiceret i Finans/invest 2/12.

Metode

I forbindelse med projektet vil der blive indsamlet empiri omkring CataCap som kapitalfond, target virksomhedernes karakteristika, samt relevant regnskabsmateriale for alle involverede selskaber.

I forhold til CataCap undersøges hvem deres investorer er, hvilken investeringshorisont der haves, hvilke specielle kompetencer stifterne bag har, hvilke targetvirksomheder der søges, samt hvilken strategi der anvendes for at skabe (mer)værdi. Alle disse delspørgsmål er vigtige for at belyse hvilke interesser CataCap har i forbindelse med at finansiere og udvikle targetvirksomhederne.

Der vil herefter blive foretaget en klassisk fundamental analyse af begge targetvirksomheder, hvor der primært fokuseres på deres branches karakteristika samt deres placering og styrker/svagheder i branchen. Der anvendes 3 værdiansættelsesmodeller i projektet. Multiple model, DCF model og LBO model, og de beregnede værdier vil blive vurderet mod hinanden.

Afgrænsning

Private Equitys bredeste definition dækker over al egenkapital, som er ejet af privatpersoner. Dette kunne være alt fra den lokale tømrermester til egenkapitalen ejet af Lego-familien. I dette projekt er termen Private Equity dog defineret som egenkapital, der ejes af Private Equity Fonde og derfor ikke er børsnoteret. Den manglende børsnotering medfører langt mindre oplysningspligt, og projektet bærer derfor præg af, at mange forudsætninger skal estimeres. Projektet er blandt andet baseret på offentligt regnskabsmateriale, hvor der af konkurrencemæssige hensyn ikke er oplyst omsætning. Kapitalfonden CataCap er blevet kontaktet med henblik på at opnå indblik i de dengang udarbejdede Due diligences. Disse er som udgangspunkt altid fortrolige, men henvendelsen blev fremsendt til partner og investeringsansvarlig Peter Ryttergaard. Dette med ønske om indsigt i disse under henstilling til, at investeringen er sket for mere end to år siden, samt at der sidenhen er sket flere tilkøb, hvorfor den finansielle Due diligence alt andet lige ikke længere er retvisende. Anmodningen blev som forventet afvist.

I forhold til beskrivelsen af G.S.V.'s og Pitzners fokusområder er nuværende hjemmeside opdateret til at indeholde samlet information omkring det fusionerede selskab. Det er dog mulig at tilgå gamle hjemmesider via <https://web.archive.org/web>, som er en database, der med angivne datoer har lagret hjemmesider tilbage i tiden. Dette gør det muligt at tilgå www.GSV.dk og www.pitzner.dk, som hjemmesiderne så ud henholdsvis 16.03.2014 og 17.04.2014, altså før fusionen. Ikke alt på hjemmesiden er tilgængeligt længere, men det er muligt at studere specialer, geografisk placering osv. for begge selskaber. Endvidere anvendes beskrivelser af aktiviteter i årsregnskaberne.

Det antages i projektet at CataCap får en markedskonform aflønning. Ifølge oplæg fra Robert Neumann fra Tryghedsgruppen, er den typiske aflønning et management fee på 2 % af den

investerede kapital. Herudover aftales ofte en upside model hvor CataCap indestår for et minimumsafkast på 8 % og at der modtages 20 % af afkast genereret herover.

Kapitalfonden CataCap 1 K/S

I en traditionel værdiansættelse er en af de største valuedrivers de strategiske forventninger til virksomheden. I kapitalfondsopkøb defineres og tilpasses denne strategi kapitalfondens overordnede strategier, investeringshorisont, evner til at transformere virksomheder og høste eventuelle optimeringsmuligheder eller synergieffekter. CataCaps karakteristika som kapitalfond og kræfterne i fonden vil derfor være elementer, der kan påvirke den strategiske analyse af fusionen mellem de to targetsselskaber G.S.V. og Pitzner.

CataCap blev stiftet ultimo 2012 af de to brødre Jens Hahn-Petersen og Vilhelm Hahn-Petersen samt en tredje partner Peter Ryttergaard. Jens Hahn-Petersen (født 1965) startede sin karriere som Investment Banker, og i perioden 1990-1999 var han ansat i Danske Bank, hvor han var med til at opbygge Corporate Finance afdelingen med et særligt fokus på M&A. Herefter var han i ca. ti år ansat i ledelsen hos Alfred Berg A/S' afdeling for M&A, hvorefter han i perioden, op til stiftelsen af CataCap, var selvstændig rådgiver via Prosperitas. Hans uddannelsesmæssige baggrund er en cand. merc. (Econ & BA) fra CBS samt en MBA på University of Washington i Seattle USA. Jens Hahn-Petersens rolle i CataCap er identificering af opkøbstargets samt tæt samarbejde med og udvikling af ledelsen i det opkøbte selskab.

Broderen Vilhelm Hahn-Petersen (født 1960) har praktisk erfaring med strategisk ledelse af større virksomheder. Han var ansat i FLSmidth koncernen fra 1988 til 1999. Først som bussiness development manager og senere som divisionschef og CEO i det engelske datterselskab FLS Aerospace. Herefter skiftede han FLS ud med en COO stilling i EasyJet, hvor han var i ca. fem år. Fra 2004 og frem til CataCaps stiftelse har han arbejdet med private equity investeringer dels som partner i Axcel i en årrække men også som selvstændig. Hans uddannelsesmæssige baggrund er at have læst statskundskab (scient.pol.) ved Århus Universitet. Vilhelm Hahn-Petersen bidrager til CataCap med en blanding af lang erfaring med operationel ledelse af større virksomheder, men også som tidligere ejerrepræsentant for Private Equity fonde.

Den tredje partner Peter Ryttergaard (født 1970) er oprindeligt uddannet revisor hos BDO Scanrevision. Herefter blev han ansat i FLSmidth, først som Group Controller, og senere som CFO i FLS Aerospace. Her opnåede Peter Ryttergaard erfaring med Private Equity opkøb, da to engelske kapitalfonde opkøbte FLS Aerospace, mens Peter Ryttergaard var CFO. Efterfølgende har han været ansat som CFO i Novenco, der også var kapitalfondsejet, og senere CFO hos Royal Unibrew. Peter Ryttergaards uddannelsesmæssige baggrund er en cand. merc. (AUD) fra CBS samt Executive MBA fra Cranfield School of Management i England. Peter Ryttergaards bidrag til CataCap er en

stor operationel viden og især styrke inden for økonomistyring og finansiel forståelse qua sin baggrund som revisor og CFO.

De tre partnere i CataCap vurderes med baggrund i ovenstående at have opnået en bred og diversificeret viden og erfaring.

Investorer

Fonden CataCap blev stiftet ultimo 2012 som en 10-årig fond. Typisk er det sværest at skaffe investorer til den første fond, idet der endnu ikke er påvist tilfredsstillende performance.

Indledningsvist forsøgte fonden derfor at rejse 500 mio. kr., hvoraf de tre investorer selv indskød 25 mio. kr. Første kapitalrejsning var rettet mod danske professionelle investorer. Det lykkedes for dem, og af de største investorer kan nævnes: Dansk Vækst Kapital, Lægernes Pensionskasse og Danica Pension. Herudover har en lang række mindre og mellemstore investorer enten enkeltvis eller i puljer investeret i CataCap. Oven på denne succesfulde kapitalrejsning har CataCap efterfølgende rejst yderligere 600 mio. kr. og har således i alt 1.100 mio. kr. til investeringer.

Investorfordeling

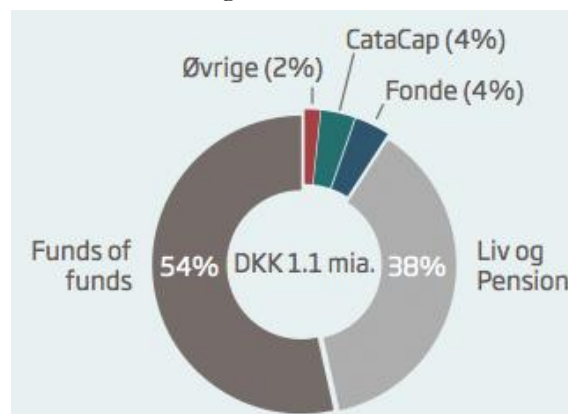


Fig. 1 - fra [www. Catacap.dk](http://www.Catacap.dk)

Samlet set kommer 61 % fra danske investorer og 39 % fra udenlandske investorer. Investortyperne er skitseret ved fig. 1 og viser, at mere end halvdelen af investorerne er investeringsfonde som bruger CataCap som Funds of funds investering. 39 % kommer fra liv og pensionselskaber og de resterende 10 % stammer fra mindre investorer, herunder stifterne bag CataCap med 4 % idet de deltog i anden kapitalrejsning med 19 mio. kr. Med en antagelse om ca. 50 % egenkapitalindskud og 50 % fremmedkapital ved køb af porteføljeselskaber har CataCap således et investeringspotentiale på op til 2.200 mio. kr. Targetselskaber er defineret som små/mellemstore virksomheder (SMV), gerne inden for servicesektoren med en omsætning i virksomheden mellem 100 og 600 mio. kr. Fælles for selskaberne er, at CataCaps investeringskomité skal vurdere, at targetselskabet skal have markant udviklingspotentiale, nyskabende forretningsmodel og en langsigtet eksistensberettigelse. CataCap

vurderer, at en lang række virksomheder i den størrelse har begrænset adgang til finansiering og har vokset sig så store, at der er behov for ekstern sparring i forhold til virksomhedens fremtidige vækst. Ejerhorisonten er planlagt til 3-7 år. Det er et kriterium for udvælgelsen af targetselskaber, at CataCap kan opnå majoritets ejerskab, og at ledelsen co-investerer sammen med CataCap. Den betingelse at nuværende ledelse skal investere med CataCap skal sikre, at CataCap forsikres om, at ledelsen også tror på virksomheden. Christian Shin Høegh Andersen fra kapitalfonden EQT har udtalt, at ledelsen helst skal medinvestere, så man opnår den balance, at de kan sove godt om natten, men at selskabets udvikling samtidig, er det første, de tænker på, når de vågner.⁴ Dette skal ske for at skabe en "sense of urgency" hos ledelsen og sikre, at de er fokuserede og maksimerer deres indsats i virksomheden.

Da CataCap er majoritetsinvestor i porteføljeselskaberne kan de sammensætte en bestyrelse af personer, som besidder erfaring og kompetencer til at understøtte realiseringen af en given udviklingsplan. Det er for eksempel forskellige kompetencer, der kræves ved et organisk vækst scenarie eller en fusionscase som Pitzner/G.S.V. casen. Bestyrelsesformanden udpeges typisk blandt CataCaps partnere eller i deres netværk. Formanden deltager aktivt sammen med virksomhedens ledelse og sammen med CataCaps ansvarlige partner udføres et aktivt ejerskab af porteføljeselskabet.

Investeringer

Generelt kan Private Equity fonde antage forskellige profiler. De kan for eksempel antage en meget specialiseret profil i form af en ejendomsfond, hvor kredsen af rådgivere alle har speciale inden for ejendomsinvestering mv. Dette sikrer et meget stringent setup og meget dybt kendskab til branchens udvikling, og de investeringer der foretages. Disse fonde anvendes ofte af "Fund of Funds", hvor investeringsfonde investerer i disse specialiserede fonde for at opnå en diversificeringseffekt. Andre Private Equity fonde henvender sig i stedet til flere forskelligartede targetvirksomheder. Dette skaber en diversificeringseffekt i selve fonden. Dette stiller dog store krav til fonden i forhold til at kunne skabe operationelle forbedringer i måske mange forskellige typer virksomheder. CataCaps investeringer fra stiftelsen i 2012 og til nu har vist, at fonden spreder sine investeringer ud over flere forskelligartede virksomheder.

⁴ Foredrag af Christian Shin Høegh Andersen fra EQT i "Private Equity" undervisning 3. november 2016 på CBS.

Porteføljeselskaber

	Investerings år	Ejerskab	Omsætning	Exit	Aktivitet
MobyLife (Telecare)	2013	83 %	615 mio.	Nej	Reparation af mobiler og tablets
Handicap- Befordring	2014	87 %	189 mio.	Nej	Handicap befordring primært i hovedstadsområdet.
Lyngsøe Systems	2014	74 %	251 mio.	Nej	Udvikling af automatiserings- og logistikløsninger.
G.S.V. Materieludlejning	2014	39* % (91 % stemmeret)	639 mio.	Nej	Udlejning af maskiner og materiel til private og erhverv
Skybrands	2015	59 %	177 mio.	Nej	Tekstilprint baseret på licenser fra for eksempel Disney.
Casa	2016	60 %	1.098 mio.	Nej	Et af DK's største entreprenørselskaber

Fig. 2 – Egen tilvirkning *Oprindeligt 36 % ejerskab

Da CataCap fonden er relativ nystiftet er der endnu ikke sket exit fra de foretagne investeringer. Baseret på en kort gennemgang af seneste aflagte regnskaber pr. 2015 viser de foretagne investeringer svingende afkast. MobyLife performer med stigende omsætning og indtjening samt egenkapitalsafkast ROE på 10,3%. Handicap Befordring derimod har realiseret et underskud efter skat på -11 mio. kr., hvilket har resulteret i en ROE på -32% og må betegnes som utilfredsstillende. Selskabet beskriver en række negative påvirkninger i forhold til implementering af systemer resulterende i ekstraordinære omkostninger. Lyngsøe Systems udvikler sig positivt men i meget roligt tempo. Der er realiseret overskud i 2015 på knap 4 mio. kr. svarende til en ROE på 4,7%. Investeringen i G.S.V. Materieludlejning er omdrejningspunkt i projektet og beskrives ikke yderligere her. Øvrige selskaber er erhvervet senere, og har således endnu ikke aflagt et årsregnskab. Det antages i projektet at CataCap modtager et management fee på 2% af den investerede kapital svarende til 22 mio. kr. som skal dække fx partnerlønninger. CataCap har garanteret et minimumsafkast på 8 %, og det forudsættes at hvis de genererer afkast over denne hurdle rate så modtages 20% heraf.

Juridisk struktur

Den juridiske struktur i CataCaps transaktioner er klassisk for PEF. Selve fonden er etableret som et K/S. Fordelen ved at anvende denne selskabsform er, at den forener investorernes begrænsede indskud med et skattetransparent setup. Investorer hæfter således alene med den indskudte kapital.

K/S er konstrueret således, at komplementaren ikke kan have begrænset hæftelse og hæfter således fuldt ud for forpligtigelser etableret i K/S'et. Komplementaren kan være både enkeltpersoner og selskaber. Partnere bag fonden beskytter sig selv mod denne hæftelse ved at etablere komplementarselskabet som et ApS, hvorved de kan opretholde en begrænset hæftelse i konstruktionen. Dette er en almindelig konstruktion, som ofte anvendes i PEF.⁵

Juridisk struktur

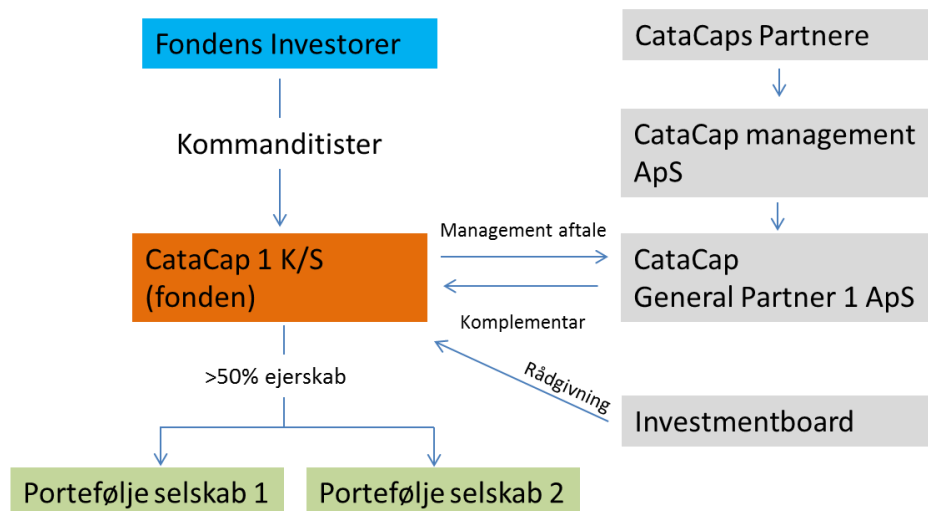


Fig. 3 – Egen tilvirkning.

Den juridiske struktur er overordnet administreret via to aftaler, en kommanditselskabsaftale samt en management aftale. Kommanditselskabsaftalen administrer aftaler mellem kommanditister og komplementaren og regulerer ledelsen og driften af PEF. Forhold der kan nævnes administreret herunder er blandt andet:

- Størrelse af indskudt kapital, samt krav til hel eller delvis indbetaling heraf.
- Corporate Governance, herunder komplementarens, generelforsamlingens og investmentboardets beføjelser.
- Fees og omkostninger.
- Investeringsperiode og varighed for K/S
- Investeringsbegrænsninger

Kommanditselskabsaftalen regulerer således blandt andet, hvilke begrænsninger der kan være i typer af virksomheder, der kan investeres i. Hvor store investeringerne maksimalt kan være, og hvor stort et beløb en given investering yderligere kan få tilført, hvis der skulle være behov herfor. Endvidere reguleres helt overordnede forhold som størrelsen af comitted kapital som investoren har accepteret at skulle indskyde. Herudover beskrives investeringsperiode, aflønning og omkostningsstrukturen. Kort sagt reguleres alle spillereglerne for investorerne i konstruktionen således, at der undgås uenigheder i PEF levetid.

⁵ Struktur for en typisk PEF – Danica oplæg ved Thomas Nicolaj Ingerslev Advokat ved Danica Pension.

Managementaftalen administrer managementselskabets udførelse af administrative- og rådgivningsmæssige opgaver. Blandt disse opgaver kan nævnes:

- Opkrævning af den comittede kapital (den kapital som den givne investor har forpligtet sig til at indbetale.)
- Identifikation af potentielle investeringer i form af investment boardet.
- Indgåelse af finansielle kontrakter på vegne af K/S.
- Planlægge og gennemføre exits.
- Forhandlinger i forbindelse med køb af porteføljeselskaber

Identifikation af porteføljeselskaber

Der er mange veje til at identificere opkøbsegnede virksomheder. Ofte er det virksomhedsejerne selv, som ønsker en kapitalstærk partner til at sikre noget risikovillig kapital til at understøtte en given vækststrategi. Det kan også være et selskab, der er i finansielle vanskeligheder, som er nødt til at skaffe ekstern kapital for at sikre virksomhedens overlevelse. CataCap vurderes ikke at være en fond, der går efter at rekonstruere selskaber men derimod går mod at understøtte vækst og videreudvikling. Nye fonde som CataCap tager typisk i opstartsfasen kontakt til Corporate Finance Advisory enheder med henblik på at få skabt kontakt til opkøbsvillige selskaber. Ældre og etablerede fonde bliver omvendt ofte kontaktet af Corporate Finance Advisory husene baseret på relationer, performance eller blot en vurdering af, at porteføljevirkomheden og fonden kunne være et godt match. Opkøbsvirksomhederne er ikke noterede virksomheder, og derfor er der generel ikke meget offentlig tilgængelig information. For at sikre denne information udarbejdes der typisk en række due diligences. En due diligence er en rapport, der analyserer et givent område ved en virksomhed af uvildige enheder. Dette sker med henblik på at underbygge og understøtte den værdiansættelse, der er foretaget i salgsøjemed. Endvidere skal disse rapporter betrygge købere, i at forholdene er som oplyst.

Disse due diligences kan antage mange former, og de oftest anvendte er kommerciel, finansiell og juridisk due diligences. En kommerciel due diligence er en beskrivelse og/eller analyse af selskabets forretningsmodel, placering i værdikæder, kunde- og leverandørvilkår, geografisk virkeområde, konkurrencesituation i markedet og meget mere. Den finansielle due diligence tager udgangspunkt i selskabets historiske finansielle performance samt fremtidig budgettering, herunder en vurdering af om budgetforudsætningerne er tilstrækkelige verificeret.

Den juridiske due diligence kan være en beskrivelse af en eventuel speciel ejerstruktur, men er ellers en vurdering af kundekontrakter, leverandørkontrakter, eventuelle igangværende retssager mv. Kort sagt alle juridiske forhold internt i virksomheden og over for omverdenen. Alt efter behov kan der bestilles andre specifikke due diligences som for eksempel en due diligence, der fokuserer på miljøforhold, såfremt selskabet er eksponeret overfor sådanne risici. Alle disse rapporter foretages

typisk af revisorer, advokathuse og rådgivningshuse som for eksempel Boston Consultancy mv. Det er nogle dyre processer, men de er uundværlige både i forhold til købere og långivere. Grundet prisen på disse rapporter er der en tydelig sammenhæng i anvendelsen og detaljegraden af disse i forhold til virksomhedernes transaktionsstørrelse.

Værdiansættelsesteori

Der vil i projektet reelt ske værdiansættelse af tre selskaber. De to targetselskaber og det fusionerede selskab. Der beskrives derfor her den overordnede teori bag værdiansættelsen, som senere vil blive refereret til og anvendt i praksis ved beskrivelse af hver værdiansættelse.

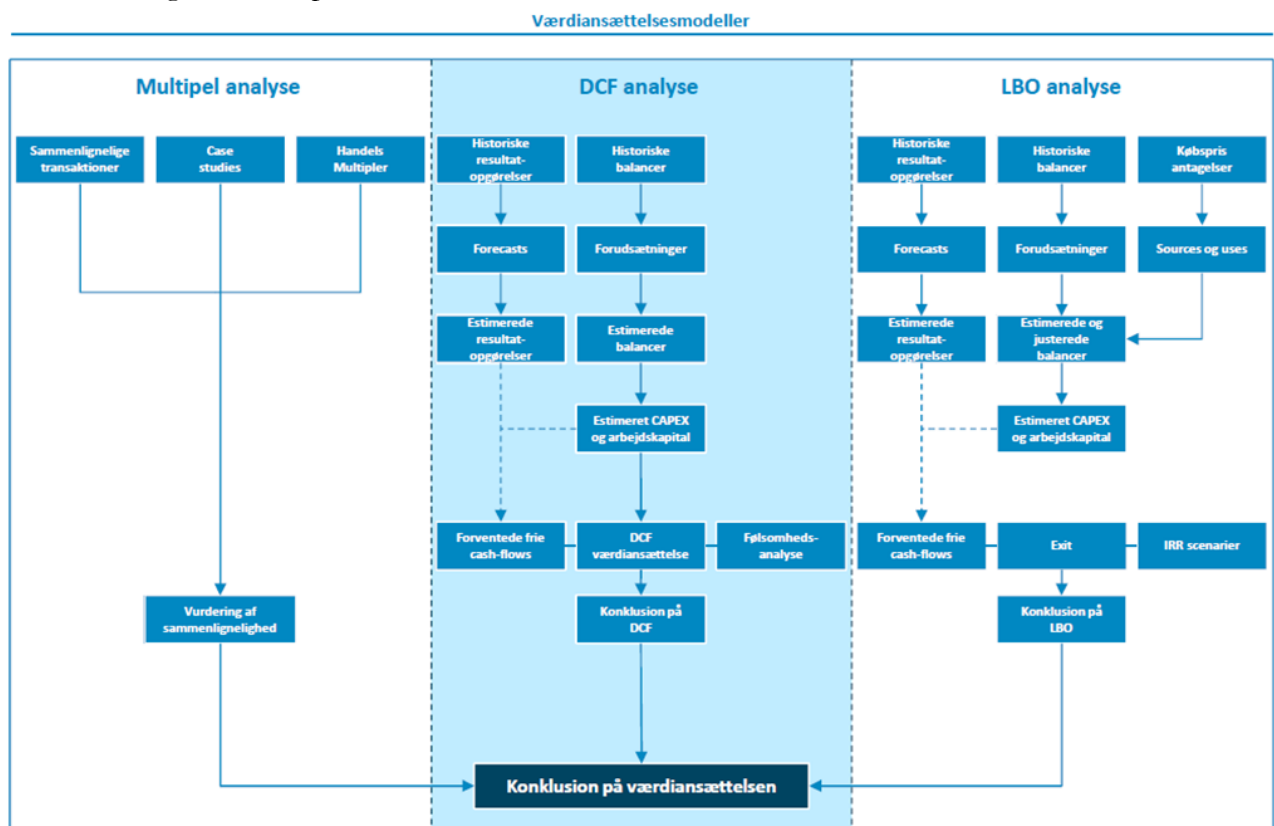


Fig 4. Oplæg PE semester

Fig. 4 viser tre forskellige tilgange til værdiansættelse af virksomheder. Alle tre metoder vil blive anvendt i dette projekt. Multipleanalysen er den mest simple og hurtigste model at anvende. Denne tager udgangspunkt i, at der fokuseres på EBITDA, som er en veldefineret og anerkendt opgørelse i resultatopgørelsen. EBITDA viser likviditetsgenereringen i virksomheden inden regnskabsmæssige poster som for eksempel afskrivninger, altså hvor mange kroners likviditet der generes ved en omsætning på for eksempel 100 kr. Baseret på handler med sammenlignelige selskaber i markedet beregnes det, hvilken EBITDA multiple som handler svarede til. Denne viden om EBITDA multipler i nuværende marked giver et indikativ bud på værdien af et givent selskab ved blot at kende dennes EBITDA. At værdien kun kan være indikativ skyldes, at de EBITDA multipler, der

beregnes i markedet, alle er påvirket af de handlede selskabers karakteristika, strategier, konkurrencesituation og mange andre forhold. Derfor kan niveauerne ikke blot føres over til en reel værdiansættelse af andre virksomheder med egne specifikke karakteristika.

DCF analysen er derimod en fundamental analyse af en virksomhed og er derfor både tidskrævende og dyr. Denne anvendes ofte ved værdiansættelse af for eksempel børsnoterede selskaber, hvor der er adgang til oplysninger omkring selskabet. Analysen tager udgangspunkt i selskabets historiske performance og balanceudvikling, hvorefter analyserede forudsætninger anvendes til at udarbejde budgetter og beskrive anlægsinvesteringer og udvikling i arbejdskapital. Disse anvendes til at beregne selskabets fremtidige frie cash flow der, på grund af tidsværdi, tilbagediskonteres til i dag. Denne fundamentale analyse tager i langt højere grad udgangspunkt i selskabets specifikke forhold og fremtidige kapitalstruktur.

LBO modellen er også en fundamental analyse af selskabet, og denne anvendes ofte ved ikke-noterede selskaber. Denne begrænsning i offentlig viden om selskabet gør, at analysen ved større transaktioner tager udgangspunkt i bestilte due diligences af virksomheden.

Der er en relativ model, som ikke kræver budgettering, hvor markedsværdien findes ved at anvende prismultipler fra sammenlignelige selskaber. Dette kræver ikke, at selskaberne yder samme produktion eller service, men blot at virksomhederne har en velkendt markedsværdi, samt at de er sammenlignelige i størrelse og struktur.

De absolutte modeller, hvortil der kræves budgettering, kan opdeles i direkte og indirekte modeller samt uafhængigt heraf i residualoverskudsmodeller og cash flow-baserede modeller. Dette giver fire forskellige værdiansættelsesmodeller, som under samme forudsætninger vil resultere i samme fundamentalværdi og dermed samme enterprise value.⁶ I dette projekt anvendes de to typer indirekte modeller, som har det tilfælles, at de baserer sig på værdien af betalingsstrømme til alle kapitalindskydere – dvs. både aktionærer og kreditorer – og som derfor leder til enterprise value. Da det er betalingsstrømme til alle kapitalindskydere, er den anvendte tilbagediskonteringsrente WACC, som netop er et vægtet udtryk for alternativomkostningen for alle kapitalindskydere.

Ved den indirekte cash flow-baserede metode beregnes enterprise value ved at tilbagediskontere de budgetterede frie cash flow (FCFF), der er til fordeling mellem aktionærer og øvrige eksterne kapitalindskydere. I sin standardform er modellen:

$$V^E_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + R_{WACC})^t} - NFF_0$$

⁶ Ole Sørensen -2012 side 39

Herudover kan RIDO anvendes, hvor det er spread'et mellem ROIC og WACC, eller merværdiskabelsen til alle investorer, der tilbagediskonteres, hvorefter primo nettodriftsaktiver tillægges. Dette er den indirekte residualindkomstmodel, som i sin standardform er:

$$V^E_0 = NDA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RIDO_t}{(1 + R_{WACC})^t} - NFF_0$$

I begge tilfælde findes enterprise value, hvortil nettogælden (netto finansielle forpligtelser, NFF) skal fratrækkes, eller nettolikvider skal tillægges for at finde den estimerede markedsværdi af egenkapitalen. I dette projekt anvendes begge indirekte metoder ved at budgettere valuedrivers med baggrund i de oplysninger, der er oplyst på G.S.V. og Pitzner' historiske hjemmesider.

Som modellerne er listet i sin standardform ovenfor, tilbagediskonteres de frie cash flows samt residualdriftsoverskud til alle investorer, som om de tidsmæssigt ligger ultimo hvert år. Men i virkeligheden er de en sum af strømmen igennem et helt år. Ud fra en betragtning om jævn fordeling af strømme hele året igennem må det bedste estimat for et gennemsnitligt tidspunkt være midt på året. Ud fra denne antagelse skal det frie cash flow, som i regnskaberne står listet som ultimo et år, således behandles, som om det ligger midt i året. Det førte års FCF burde derfor kun tilbagediskonteres med 0,5 år, andet års FCF med 1,5 år osv. Modellen tilbagediskonterer således alle FCF et halvt år for langt tilbage i tid, hvorfor den beregnede EV ovenfor med udgangspunkt i 31/12-14 vil være en midt 2014 værdi og ikke en ultimo 2014-værdi.

$$EV_{ultimo\ 2014} = \left(\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + R_{WACC})^t} \right) \cdot (1 + r_{WACC})^{1/2} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + R_{WACC})^{t-1/2}}$$

Ved at fremdiskontere den fundne EV et halvt år, som vist herover, og fratrække NFF ultimo året beregnes værdien ultimo året.

Reformuleret resultatopgørelse

Værdiansættelsesteorien tager udgangspunkt i frie cash flows, og for at isolere frie cash flows, som alene generes af primære/core driftsaktiviteter, udarbejdes der indledningsvis en reformulering af resultatopgørelsen. Herved udskilles driftsaktiviteter fra finansielle aktiviteter. Opgørelsen omfatter en reklassifikation af driftsindtægter og driftsomkostninger. Poster der ikke vedrører et selskabs primære drift udskilles fra kernerdriften for at normalisere virksomhedens core driftsoverskud, der anvendes som basis for budgetteringen af det fremtidige core driftsoverskud.

Posterne skal vurderes enkeltvis med henblik på, hvorvidt de kan kategoriseres som en del af driften eller som en finansiel aktivitet. Gæld antages pr. definition som en finansiel forpligtelse hvis og kun hvis, den er rentebærende.

Nogle gange sker det, at virksomheder har ført indtægts- og omkostningsposter uden om resultatopgørelsen og direkte på egenkapitalen i årsrapporterne, hvilket kaldes ”dirty-surplus accounting”⁷. Det er imidlertid vigtigt, at alle indtægter og omkostninger registreres i resultatopgørelsen. Derfor vil ikke-resultatførte indtægter og omkostninger reformuleres ind i opgørelsen af totalindkomsten. Da posterne ofte består af værdiregulering af sikringsinstrumenter samt valutakursreguleringer, der antages at være driftsmæssig hedging, må disse betragtes som aktiviteter knyttet til driften.⁸

Reformuleret balance

Den reformulerede balance har til formål at klassificere balancens poster som enten finansielle eller driftsrelateret. Balancens poster skal matche den klassificering, de har fået i den reformulerede resultatopgørelse således, at rentebærende poster udskilles fra de samlede nettodriftsaktiver.

Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst

Værdiansættelsesmodellerne kræver budgettering af fremtidige frie cash flows *FCFF* og residualoverskud *RI*. Budgetteringen sker med udgangspunkt i udviklingen i finansielle værdidrivere. Det bedste estimat for udviklingen i disse værdidrivere fås ved at kombinere en analyse af den historiske udvikling i værdidriverne med strategisk viden om materieludlejningsbranchen. Det strategiske perspektiv skal i denne forbindelse bidrage til at afklare, hvorledes den fremtidige forventede rentabilitet afviger fra den nuværende og historiske.

Der er fire grundlæggende værdidrivere, som driver størrelsen af nutidsværdien af de frie cash flow:

- Omsætningen
- AOH – Aktivernes omsætningshastighed
- OG - Overskudsgrad
- Tilbagediskonteringsrenten WACC.

Standardmodellen til rentabilitetsanalyse er Du Pont modellen. I værdiansættelsesøjemed ligger fokus på den økonomiske værdi, som virksomheden kan skabe med sin kerneaktivitet samt på

⁷ Ole Sørensen - 2012

⁸ Ole Sørensen - 2012

baggrund af hvilke netto driftsaktiver, dette kan ske. Derfor anvendes en modificeret udgave⁹ af Du Pont modellen, hvor det er de reformulerede størrelser, som indgår.

De frie cash flows som indgår i den indirekte DCF-værdiansættelsesmodel er givet ved

$$FCFF = DO - \Delta NDA$$

hvor de driftsoverskud, som budgetteres, er de permanente driftsoverskud, og ΔNDA_t bestemmes som

$$\Delta NDA_t = NDA_t - NDA_{t-1} = \frac{\text{Nettoomsætning}_t}{AOH_t} - \frac{\text{Nettoomsætning}_{t-1}}{AOH_{t-1}}$$

Driftsoverskud bestemmes som

$$\begin{aligned} DO_t &= \text{Permanente driftsoverskud, efter skat}_t \\ &= NOPAT_t + \text{Core andet driftsoverskud, efter skat}_t \\ &= OG_{NOPAT,t} \cdot \text{Omsætning}_t + \text{Core andet driftsoverskud, efter skat}_t \end{aligned}$$

I residualoverskudsmodellen er det de samme grundlæggende værdidrivere, som gør sig gældende.

$$\begin{aligned} RIDO_t &= DO_t - WACC_T \cdot NDA_{t-1} = \left(\frac{NDA_t}{NDA_{t-1}} \cdot ROIC_t - WACC_t \right) \cdot NDA_{t-1} \\ &\simeq (ROIC_t - WACC_t) \cdot NDA_{t-1} \end{aligned}$$

hvor $ROIC_t = \frac{DO_t}{NDA_t}$. Sidste linje udtrykker, at residualoverskuddet til alle investorer er lig spread'et gange primo nettodriftsaktiverne.

Fra et aktionærsynspunkt er $ROE = \frac{\text{Totalindkomst til ordinære aktionærer}}{\text{ordinær EK}}$ det overordnede relevante nøgletal for egenkapitalforrentningen.

⁹ Ole Sørensen - 2012

AOH

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) er defineret som driftsomsætning/nettodriftsaktiver (NDA). Nøgletallet i virksomheder viser deres kapitaltilpasningsevne. Hvis G.S.V. for eksempel øger deres omsætning med 2 %, og NDA samtidig også vokser 2 %, så vil AOH være uforandret. Det vil derimod være et godt tegn, hvis AOH stiger ved uændret eller stigende vækst. Dette betyder, at G.S.V. formår at øge omsætningen uden forholdsmæssigt at øge deres NDA, altså at de udnytter deres produktionsapparat mere effektivt. Under seneste finanskriser kom mange i problemer netop fordi, at det er svært at skalere ned på balancen, hvis der opleves omsætningsnedgang.

Overskudsgrad

Overskudsgraden angivet i % af NOPLAT er et udtryk for, hvor stor en andel af omsætningskronen, der efter skat bliver til cash flow.

WACC

For virksomheder og projekter er de såkaldte frie cash flows, FCF, et godt mål for den værdiskabelse, der genereres til aktionærerne og servicering af fremmedkapital. Årsagen til dette er, at modsat mange andre nøgletal er cash generering svær at påvirke beregningsmæssigt. Værdien til tid t_0 findes ved at tilbagediskontere de fremtidigt forventede cash flows. Ved rent egenkapitalfinansierede investeringer anvendes R_{EK} og ved delvist fremmedkapitalfinansierede investeringer vægtes denne med fremmedfinansieringsomkostningen (inkl. skatteskjold) også kaldet WACC. WACC'en, defineres ved

$$WACC = w_{EK} \cdot R_{EK} + w_{FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t_C)$$

hvor $w_{EK} = \frac{EK}{EK+NFF} = \frac{EK}{EV}$ og $w_{FK} = \frac{NFF}{EK+NFF} = \frac{NFF}{EV}$ er hhv. egenkapitalens og fremmedkapitalens andel af den gearede virksomheds markedsværdi. R_{EK} er egenkapitalens afkastkrav, R_{FK} er fremmedkapitalens afkastkrav og t_C er selskabsskatten som i 2016 er 22 %. Som mål for størrelsen af fremmedkapitalen FK anvendes ikke summen af de finansielle forpligtelser men derimod netto finansielle forpligtelser som netop er den kapital udover egenkapitalen, som finansierer netto driftsaktiverne NDA.

Vurderingen af en investerings fordelagtighed kan være særdeles følsom overfor hvilken værdi, der anvendes som WACC. En fejlagtig WACC kan medføre at negativ-NPV investeringer fejlagtigt påbegyndes, at positiv-NPV-investeringer forkastes eller en fejlagtig beslutning i valget mellem gensidigt udelukkende investeringer med forskellig (diskonterings)rentefølsomhed.

R_{EK}

Afkastkravet fra investorerne er i CataCap oplyst til at være 8%. Derfor kunne der isoleret set godt arbejdes videre hermed. Omvendt må afkastkravet fra investorerne være et samlet krav, som indbefatter alle foretagne investeringer i fonden med forskellige risikoprofiler. Det findes derfor interessant at foretage en egentlig estimering af, hvilket afkastkrav som lige netop investeringen i materieludlejningsbranchen burde have.

Dette kan ske ved at anvende almindelig praksis ved at bestemme R_{EK} med udgangspunkt i CAPM, dog hvor der eventuelt skal tillægges en præmie, som afspejler illikviditeten i investeringen. Denne illikviditets præmie omtales blandt andet af pensionskasser som en ekstra gevinst ved direkte investeringer i virksomheder.¹⁰

$$R_{EK} = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + (RP_{illiquidity})$$

Som risikofri rente anvendes den effektive rente på en dansk statsobligation med løbetid 10 år¹¹. Der er indtil videre i 2017 udstedt danske statsobligationer løbende i perioden januar til april som værende 0,5% obligation med udløb i 2027. Den gennemsnitlige effektive rente på disse fem udstedelser (to i marts måned) er 0,64%. Som alternativ kunne for eksempel den tyske statsobligation være anvendt, men da G.S.V. og Pitzner må sidestilles med danske aktiver, ønskes der sammenligning med det danske alternativ til R_f .

Beta kan på børsnoterede selskaber bestemmes som regressionskoefficienten for afkast regresseret mod afkast på et relevant index som for eksempel OMXC20-indekset, som er det danske approximation af ”markedet”. Beta er et udtryk for den systematiske risiko i aktivet og viser den historiske samvariation med det sammenlignelige index. Det er en antagelse, at den systematiske risiko på en perfekt diversificeret portefølje af aktiver har en beta på én. Har en aktie en beta under én vurderes denne altså at have mindre udsving end det generelle marked, og klassificeres derfor som en defensiv aktie. Hvis beta omvendt er over én, så svinger afkastet på aktien mere end markedet og klassificeres derfor som en aggressiv aktie. Betaværdien kan ikke stå alene, og den største kritik af nøgletallet er, at denne udelukkende er baseret på historiske observationer mod et indeks, der kun approximativt er dækkende for markedet. Beta er sammenlignelig for selskaber med samme aktiver, hvorfor beta er estimeret via tre forskellige bureaux angivelse for både Ramirent og Cramo holdt op imod OMCH25, altså den finske fondsbørs. Et gennemsnit af beta for disse er 0,92 og således tæt ved at have samme volatilitet som ”markedet”. Denne beta anvendes som estimation for beta på G.S.V. og Pitzner.

¹⁰ [https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica-](https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica-Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf)

[Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf](https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica-Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf)

¹¹ [http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---](http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx)
[Statsobligationer.aspx](http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx)

Markedsrisikopræmien kan bestemmes ved at lave deskriptiv statistisk behandling af historisk markedsrisikopræmie. For G.S.V. og Pitzner kan en relevant markedsrisikopræmie være afkastet på OMXC20 fratrukket den effektive rente på en 10års dansk statsobligation. Validiteten af sådan en markedsrisikopræmie-bestemmelse hviler dog også på en antagelse af, at historiske markedsrisikopræmier er et retvisende mål for fremtidige. I de seneste års lavrentemiljø har der været usikkerhed om, hvorvidt markedsrisikopræmien afhænger af niveauet af den risikofri rente eller ej. Der anvendes her ekstern information via PWC¹², og der antages således en markedsrisikopræmie på egenkapital på OMXC20 investeringer over den danske risikofrie rente på 5,6 %¹³.

Med disse antagede forudsætninger kan aktionærenes forventede afkastkrav til netop risikoen i G.S.V. og Pitzner beregnes til 6,91 % og altså lavere end det afkastkrav, som der er til hele fonden. Her er der dog ikke taget højde for en eventuel illikviditetspræmie. Som investor kan man ikke blot sælge aktierne i unoterede selskaber, hvis man ønsker at foretage andre investeringer eller af anden grund for likviditetsbehov. Denne illikviditet er anslået til ca. 1 procent ved flere pensionskasser ved beskrivelse af alternative investeringer. Størrelsen på 1 % er dog primært nævnt i forbindelse med alternative investeringer i ejendomme. Illikviditetspræmien på selskaber som G.S.V. og Pitzner kan derfor antages lidt højere, idet ejendommenes drift og risiko som oftest kan belyses mere end virksomheder med mere kompliceret drift. Konklusionen på denne deløvelse omkring aktionærernes afkastkrav må således være, at kravet på 8 % vurderes som relevant også set i forhold til G.S.V. og Pitzners defensive risiko og illikviditetspræmie.

Strategisk analyse af materieludlejningsbranchen.

Branchen for materieludlejning i Danmark er meget fragmenteret, og der er få store udlejningsselskaber med stort produktkatalog og rigtig mange små selskaber med nicheudlejning i form af specialisering med for eksempel sakselifte eller stilladser. Kunderne i branchen er primært entreprenørselskaber, der ikke selv ønsker unødig kapitalbinding ved at eje materiellet, da de ikke kan udnytte aktiverne i tilstrækkelig grad til at skabe tilfredsstillende afkast af investeringen. Ved leje frem for eje øges kundernes fleksibilitet i form af mulighed for korttids- eller langtidsleje alt efter, hvilke projekter der arbejdes på. Øvrige kunder er større selskaber eller offentlige institutioner, der selv ønsker at forestå for eksempel renoveringsprojekter. Materieludlejningsselskaberne kan i langt højere grad holde en større udnyttelsesgrad, da de lejer ud til en stor kreds af kunder med forskellige behov for materiel på forskellige tidspunkter af året. En ny mulighed for disse materieludlejningsselskaber er en ny regnskabsstandard IFRS 2016¹⁴, som medfører, at der ikke fremadrettet skelnes mellem operationel og finansiell leasing, hvorved det pålægges selskaber at balanceføre leasingaktiver i alle tilfælde. Dette medfører, at hvor selskaber tidligere har kunnet

¹² Værdiansættelse af virksomheder, Feb. 2016 - PWC

¹³ Værdiansættelse af virksomheder, Feb. 2016 - PWC

¹⁴ <https://youtu.be/bco3F49cw0E> - Deloitte Youtube video omkring IFRS16, Leasing.

anføre leasingforpligtigelser som noter, vil de fremadrettet skulle bogføre disse som aktiver og passiver, hvorved balancen øges. En positiv afledt effekt er, at hvor der tidligere var fuld omkostning ved leasingydelse, vil denne ydelse skulle indregnes dels som et renteelement og dels som en afskrivning. Der skal endvidere opsplittes, såfremt en del af den gamle leasingydelse samtidig dækkede over et serviceelement som for eksempel reparation og vedligehold. Denne forventede markante balanceforøgelse må antages at have en positiv effekt på for eksempel materieludlejningsselskaberne, som derved overtager balancepåvirkningen. Dette vil naturligvis også have samme negative balancepåvirkning ved udlejningsselskaberne, men fordelen ved øget omsætning vurderes at overskygge dette.

Branchen omsatte i 2014 for omkring 3,2 mia. i Danmark.¹⁵

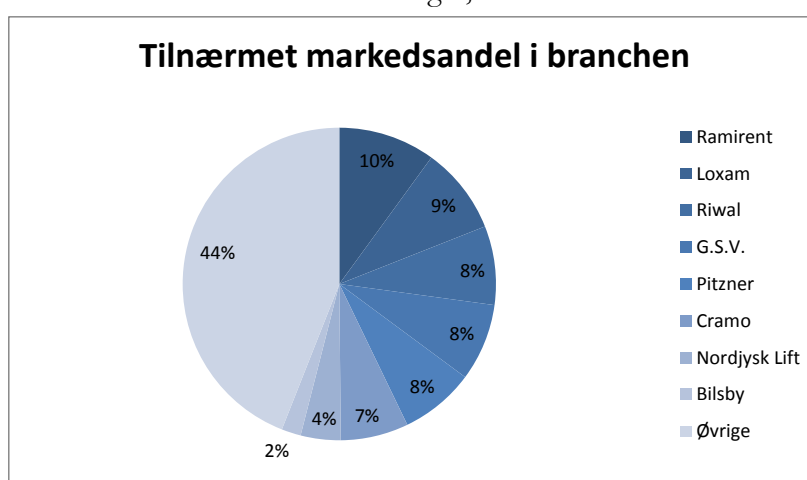


Fig.5 – Egen tilvirkning

Denne markedsandelsopgørelse i branchen er egen tilvirkning og er baseret på et skøn. Branchen er i medierne estimeret til en omsætning i Danmark på 3,2 mia.¹⁶ Markedsandelen er herefter estimeret baseret på eksterne regnskaber, der dog for fleres vedkommende alene oplyser bruttofortjeneste, hvorfor en estimeret indtjeningsmargin hentet fra www.bisbase.dk er anvendt til at estimere omsætningen. Der er endvidere skelet til balancestørrelsen. De eksakte procentsatser er således givetvis upræcise, men formålet med denne analyse er at underbygge påstanden om et fragmenteret marked, hvor markedslederne alene har en markedsandel i Danmark på op til 10 %. Potentialet for en markedskonsolidering vurderes derfor til stede. Det forventes ikke, at konkurrencemyndighederne vil obstruere for konsolidering i denne branche, som det for eksempel var tilfældet, da Danish Crown og Tican forsøgte en fusion i 2015.¹⁷

¹⁵ <http://bygge-anlaegsavisen.dk/Sammenlaegning-giver-Danmarks-stoerste-materieludlejer>

¹⁶ <http://www.largestcompanies.dk/toplists/danmark/de-storste-virksomheder-malt-pa-omsaetning/industry/udlejning-og-leasing>

¹⁷ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/danish-crown-fusion-med-tican-afblaest>

Opkøbsemne - G.S.V. Materieludlejning A/S før fusionen.

G.S.V. Materiel A/S (G.S.V.) var en privatejet virksomhed og blev i 1964 stiftet af Grunnet, Svendsen og Vaskær, hvorfra navnet G.S.V. stammer. Efter et mangeårigt samarbejde med C.N. Maskiner fusionerede disse i 2007 med G.S.V. som fortsættende selskab. G.S.V. blev sat til salg som følge af generationsskifte¹⁸. De to aktive ejere var brødrene Ole og Søren Preston Andersen, som var henholdsvis 70 og 77 år ved salget. De var ikke længere aktive i ledelsen af G.S.V. men drev denne via bestyrelsen. Foruden generationsskiftet, hvor ingen af brødrenes børn var naturlige arvetagere, skønnede de, at der var behov for friske kræfter og kapital for at skabe den forventede fremtidige vækst.

G.S.V. tilbød udlejning både af let materiel men primært tungt entreprenørmateriel i form af for eksempel større kranudstyr, dozere, dumpere, gravemaskiner og jordtransportmateriel. Et udlejningsspeciale hos G.S.V. var banemateriel, der er en specialiseret udlejning af materiel med skinnehjul til brug for vedligeholdelse, udvidelse og reparation af baneinfrastrukturen i Danmark. Alt tungt materiel kunne lejes både med og uden fører af udstyret for at sikre fuld fleksibilitet for kunderne. Foruden nævnte tunge materiel havde G.S.V. fokus på udlejning af lifte og mindre opholdsvogne til opstilling på byggepladser samt udlejning af ladvogne, altså varevogne med lad for transport af forskelligt materiel. G.S.V. tilbød både enkeltudlejninger af materiel eller samlede pakkeløsninger involverende flere typer materiel til for eksempel en byggeplads.



Fig. 6 – Egen tilvirkning

Geografisk var G.S.V.'s markedsområde hele Danmark, og fordelt ud over landet havde G.S.V. otte afdelinger fordelt med to på Sjælland, hvor hovedsædet var placeret i Ishøj. To på Fyn hvor afdelingen i Aarup var en mindre afdeling specialiseret i mandskabsvogne. To i Sønderjylland, nærmere bestemt Kolding og Esbjerg, samt to i Østjylland som var placeret i Horsens og Aarhus. Geografisk havde G.S.V. således ingen afdelinger i det nordlige eller vestlige Jylland.

¹⁸ <http://www.fyens.dk/modules/mobile/article?articleid=2920202>

Regnskabsanalyse

Den historiske analyse af G.S.V.'s performance foretages for at kunne estimere og budgettere den fremtidige udvikling. Denne vurdering kan dog ikke stå alene, og skal derfor sammenlignes med analysen af branchen og den strategi, der anlægges for virksomheden. Da G.S.V. ikke historisk har oplyst deres nettoomsætning, er der foretaget nogle antagelser herom. Nettoomsætningen i perioden 2009/10 indtil 2012/13 er således ikke oplyst i regnskabet under henvisning til Årsregnskabslovens gældende regler for klasse C virksomheder. Her er det muligt, af konkurrencemæssige hensyn, at udelade oplysning omkring nettoomsætningen og i stedet alene anføre bruttofortjeneste/bruttotab. På denne måde skjules selskabets samlede og gennemsnitlige indtjening pr. omsætningskrone. Ved senest aflagte regnskab for perioden 01.06. 2014 til 31.12.2014, altså 7 mdr. er nettoomsætningen dog oplyst. Denne oplysning anvendes til at estimere tidligere års omsætning, under antagelse af samme niveau for EBITDA margin. Denne antagelse kan dog kritiseres på flere punkter. Dels vurderes EBITDA marginen at være varierende med baggrund i de høje faste omkostninger kontra udlejningsniveauet af materiellet, der antages at følge konjunkturerne. Dels dækker 2014 regnskabet alene syv måneder, da opkøbet sker med regulering til primo 2015. Dette giver en mindre skævridding, da det må antages, at der grundet vejret og andre faktorer er højere udlejningsprocent om sommeren end om vinteren. Niveauet vurderes dog retvisende og er blevet sammenholdt med EBITDA margin for Ramirent og Cramo, som har opnået marginer på henholdsvis 25,4 % og 35,5 %. Så trods egen kritik af validiteten af EBITDA margin niveauet anses denne for reel. Da de vigtigste valuedrivere er beregnet ud fra de kendte niveauer af EBITDA og EBIT, vurderes antagelsen acceptabel.

Resultatopgørelse	GSV					
	t.DKK	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14 2014 - 7 mdr!
Nettoomsætning		121.699	182.402	202.922	250.173	288.766 255.762
Omsætningsvækst i %			49,9%	11,3%	23,3%	15,4% -11,4%
-Direkte omkostninger						
-Andre omkostninger						
-Personaleomkostninger		-30.538	-31.057	-37.748	-43.949	-47.998 -32.220
Personale omkost ifht EBITDA		-108,2%	-73,4%	-80,2%	-75,7%	-71,6% -54,3%
Andre driftsindtægter		0	0	0	0	0 0
EBITDA		28.236	42.320	47.081	58.044	66.998 59.341
EBITDA margin		23,2%	23,2%	23,2%	23,2%	23,2% 23,2%
EBITDA vækst i %			33,3%	10,1%	18,9%	13,4% -12,9%
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver		-35.000	-28.573	-29.315	-33.087	-39.156 -32.220
EBIT		-6.764	13.747	17.766	24.957	27.842 27.120
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder		0	0	0	0	0 0
Finansielle indtægter		194	333	125	43	227 1
Finansielle omkostninger		-13.205	-8.085	-7.912	-6.593	-6.907 -4.996
Renteniveau		-7,76%	-5,84%	-4,96%	-4,36%	-3,08% n/a
EBT		-19.775	5.995	9.979	18.407	21.162 22.125
Skat af årets resultat		4.953	-1.564	-2.542	-4.660	-4.531 -5.133
EAT		-14.822	4.431	7.437	13.747	16.631 16.992
Udbytte		0	0	2.000	2.000	0 2.500

Under beskrevne antagelse om nettoomsætning ses det, at omsætningsvæksten er meget volatil men støt stigende i hele perioden med mellem 11,3 % og helt op til 50 % vækst. Der ses dog et knæk i

omsætningen fra 2013/14 til 2014 kolonnen, hvilket naturligvis skyldes, at 2014 tallene alene dækker omsætning for syv måneder.

Personaleomkostninger set i forhold til EBITDA har en overordnet positiv trend, hvor personaleomkostningerne støt falder i forhold til EBITDA. Dette kunne skyldes, at der enten er sparet på lønkroner til administrationen, eller at tidsforbrug af kranførere, opstillere af stilladser mv. løbende optimeres. EBITDA udviklingen i nominelle tal er stigende over hele perioden. Dette forhold er nævnt i flere af de aflagte regnskaber og skyldes konstant fokus på optimering af udlejningsniveau og brug af arbejdstimer.

Til senere brug er det anslåede renteniveau beregnet, og det ses, at renten har været faldende over hele perioden. Dette skyldes antageligt, at soliditeten og dermed selskabets robusthed ligeledes er øget i perioden, og at långivere derfor kan acceptere et lavere afkast af fremmedkapitalen.

Nøgletal

Til måling af afkast er valgt at fokusere på ROIC og ROE.

ROIC er afkastet målt på den investerede kapital (NDA) og er således afkastet til både egenkapital og fremmedkapital. Forskellen mellem ROIC og ROE er således et udtryk for en gearingseffekt.

Resultatopgørelse		GSV					
	t.DKK	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014 - 7 mdr!
ROIC			9,9%	12,7%	16,4%	14,2%	22,7%
ROE			22,7%	29,2%	39,2%	34,5%	26,2%

Begge nøgletal er beregnet på gennemsnittet af primo – ultimo tal fra balancen for at gøre niveauet så retvisende som muligt.

ROIC beregnes ved

$$\begin{aligned}
 ROIC &= \frac{\text{Samlet DO}}{\text{Gns. NDA}} = \left(\frac{\text{Samlet DO}}{\text{Nettoomsætning}} \right) * \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} \right) \\
 &= \text{Overskudsgrad (OG)} * \text{Omsætningshastighed (AOH)}
 \end{aligned}$$

ROIC er på et acceptabelt niveau, og hvis vi dekomponerer ROIC i OG og AOH ses det, at den forholdsmæssig store stigning i ROIC fra 2011/12 til 2012/13 primært skyldes en forbedring i aktiverne omsætningshastighed, sammen med endnu en svag forbedring af overskudsgraden. Begge underliggende drivere forværres frem til 2013/14, hvorfor ROIC falder 2,2%-point til 14,2%.

Resultatopgørelse	GSV					
t.DKK	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014 - 7 mdr!
Overskudsgrad (OG)		5,7%	6,6%	7,5%	7,3%	
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)		1,14	1,08	1,30	1,24	

Ønskes yderligere analyse af værdigenereringen kan OG fortsat dekomponeres i overskudsgraden for forskellige aktiviteter, dette er dog ikke foretaget her grundet manglende detaljegrad i de eksterne regnskaber. AOH vil yderligere kunne dekomponeres arbejds kapital og anlægskapital.

ROE er afkastet til egenkapitalhaverne, og med niveauer på mellem 22,7% og 39,2% over årene må dette betegnes som tilfredsstillende for ejerne af selskabet. Især henset til tidligere estimering af aktionærenes afkastkrav baseret på CAPM der for denne branche var i niveauet under 10 %, selv hvis der skulle indregnes illikviditetspræmie. Afkastet kan samtidig holdes op imod alternative afkast i markedet.

ROE kan også dekomponeres således:

$$ROE = ROIC + (ROIC - \text{Gns. rente af FK}) * \frac{NFF}{EK}$$

Som vist er ROE altså en funktion af afkast til alle kapital bidragere plus en finansiell gearingsfaktor, hvor spread mellem ROIC og finansieringsrenten ganges med gældsgearingen. Dette medfører, at ROE oftest vil være højere end ROIC, som det også er tilfældet hos G.S.V. Skulle ROE være mindre end ROIC, vil det skyldes, at der er en negativ finansiell gearingseffekt, som er forårsaget af, at selskabets lånerente overstiger den opnåede ROIC. Dette er dog ikke tilfældet ved G.S.V., og den finansielle gearingseffekt giver altså et afkast til aktionærerne, der er mellem 2,3x og 2,4x højere end ROIC.

Til analysering af balancens udvikling er der lavet to analyser. En common size analyse og en trendanalyse.

Common Size analyse – kun uddrag se bilag 1 for fuld analyse

Aktiver GSV

t.DKK	2009/10CS		2010/11CS		2011/12CS		2012/13CS		2013/14CS	
Udlejningsmateriel	165.333	80%	144.323	78%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	11.823	6%	9.757	5%	0	0%	0	0%	0	0%
Materielle langfristede aktiver	177.156	85%	154.080	84%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Langfristede aktiver	177.156	85%	154.080	84%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Tilgodehavender fra salg	26.457	13%	28.664	16%	35.265	16%	43.420	19%	62.722	18%
Tilgodehavender	30.561	15%	29.896	16%	36.827	17%	44.271	19%	64.007	18%
Likvide beholdninger	49	0%	63	0%	109	0%	103	0%	99	0%
Kortfristede aktiver	30.610	15%	29.959	16%	36.936	17%	44.374	19%	64.106	18%
Aktiver	207.766	100%	184.039	100%	219.631	100%	230.189	100%	350.003	100%

Passiver GSV

	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
Selskabskapital	15.328	7%	15.328	8%	15.328	7%	15.328	7%	15.328	4%
Overført overskud/overført resultat	1.990	1%	6.421	3%	11.859	5%	23.607	10%	58.577	17%
Foreslået udbytte	0	0%	0	0%	2.000	1%	2.000	1%	0	0%
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	17.318	8%	21.749	12%	29.187	13%	40.935	18%	73.905	21%
Leasingforpligtigelser	105.005	51%	70.275	38%	85.705	39%	86.563	38%	148.079	42%
Langfristede forpligtigelser	105.914	51%	72.341	39%	90.069	41%	97.136	42%	166.867	48%
Kortfristet del af langfristet gæld	50.194	24%	53.581	29%	55.463	25%	50.574	22%	63.845	18%
Kreditinstitutter	14.042	7%	14.300	8%	18.224	8%	12.678	6%	8.846	3%
Leverandørgæld	9.588	5%	13.777	7%	17.401	8%	18.884	8%	25.574	7%
Kortfristede forpligtigelser	84.534	41%	89.949	49%	100.375	46%	92.118	40%	109.231	31%
Forpligtigelser	190.448	92%	162.290	88%	190.444	87%	189.254	82%	276.098	79%
Passiver	207.766	100%	184.039	100%	219.631	100%	230.189	100%	350.003	100%

Common size analysen kigger på alle balanceposter holdt op imod balancens størrelse. Derved er det mulig at finde udviklingen i for eksempel, hvor stor en andel udlejningsmateriel historisk set har udgjort af balancen. Og netop denne post udgør langt størstedelen af aktiverne og har været på et relativt konstant niveau af 80 %. Overordnet set viser det en positiv trend, hvor en svagt faldende andel af anlægsaktiver kan genere en større aktivitet udtrykt ved øgede kortfristede aktiver i form af arbejdskapitalposter.

Den overordnede udvikling på passivsiden er øget egenkapital og faldende langfristede forpligtigelser, hvilket stemmer overens med ledelsesberetningerne i de historiske regnskaber, hvor der er beskrevet strategi om konsolidering og fokus på gældsnedbringelse.

Trendanalyse – kun uddrag, se bilag 2 for fuld analyse.

Aktiver GSV

t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014
Udlejningsmateriel	100	87	111	112	173
Materielle langfristede aktiver	100	87	103	105	161
Tilgodehavender fra salg	100	108	133	164	237
Andre tilgodehavender	100	29	39	19	33
Tilgodehavender	100	98	121	145	209
Kortfristede aktiver	100	98	121	145	209
Aktiver	100	89	106	111	168

Passiver GSV

t.DKK	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Overført overskud/overført resultat	100	323	596	1.186	2.944
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	100	126	169	236	427
Kreditinstitutter	100	40	5	181	416
Leasingforpligtelser	100	67	82	82	141
Langfristede forpligtelser	100	68	85	92	158
Kortfristet del af langfristet gæld	100	107	110	101	127
Kreditinstitutter	100	102	130	90	63
Leverandørgæld	100	144	181	197	267
Gæld tilknyttet virksomheder	100	62	70	62	11
Anden gæld	100	86	96	110	110
Kortfristede forpligtelser	100	106	119	109	129
Passiver	100	89	106	111	168

Trendanalysen er en indeksering af regnskabstallene, hvor trenden i udviklingen af forskellige regnskabsposter kan analyseres. Trendanalysen fortæller isoleret set ikke noget om væsentligheden for udviklingen i regnskabsposten, idet der alene fokuseres på udvikling og ikke nominel størrelse. Et eksempel kunne være analyse af gældsudvikling i kreditinstitutter mod leasingfinansiering. Her kan det se ud til, at selskabet primært finansierer stigningen i udlejningsmateriel med finansiering fra kreditinstitutter. Dog stiger udlejningsmateriel med 120 mio. kr., og gæld fra kreditinstitutter stiger alene med 2,6 mio. kr. Leasingforpligtelser viser en lavere trendudvikling, men stiger nominelt med 43 mio. kr. Ovenstående skema er rensat for ikke væsentlige poster.

Værdiansættelse af G.S.V.

Multiple analyse

Som en indledende analyse af G.S.V. som mulig opkøbstarget, må en potentiel køber, i dette tilfælde CataCap, lave en indledende vurdering af selskabets værdi som forberedelse til en kommende forhandling om køb af selskabet. Markedsværdien af G.S.V. vil kunne anslås ved at anvende multipler baseret på øvrige markedsdeltagere. Da det er markedsværdien, vil feltet af øvrige sammenlignelige selskaber skulle indsnævres til alene at udgøre børsnoterede selskaber, hvor det må være en antagelse, at dagsværdien er aktiernes kursværdi gange antallet af aktier. I markedet for materieludlejning er der identificeret to markedsdeltagere værende Ramirent og Cramo, begge noteret på den finske børs, som sammenlignelige med G.S.V. og Pitzner. Disse selskaber er dog til stede på skandinavisk eller europæisk plan, hvorimod G.S.V. Pitzner alene er eksponeret mod Danmark. Der findes dog ikke børsnoterede materieludlejningsselskaber i Danmark, hvorfor disse to er bedste alternativ.

Multiple analyse

mio. EUR	Nettoomsætning		EBITDA		EBIT		Egenkapital		Gæld	
Ramirent	665,2	1,2	169,1	4,9	55,8	14,9	297,6	2,8	187,0	4,4
Cramo	712,3	1,3	253,0	3,8	112,0	8,6	519,7	1,8	344,5	2,8
Gennemsnit		1,3		4,3		11,7		2,3		3,6

Skemaet ovenfor er opgjort i mio. EUR, og da markedsværdien af egenkapitalen er kendt, vises hvilke multipler, de valgte parametre har. De første tre multipler er valgt for at se indtjeningsmultipler og de sidste er egenkapital og gæld for at se multipler på kapitalstrukturen. Både "Nettoomsætning" og "EBITDA" multiplerne er relativt ens, om end EBITDA multiple afviger med 1,1. Derimod afviger de valgte kapitalstruktur multipler "EBIT" og "Egenkapital" og "gæld" meget fra hinanden. Dette kan skyldes mange ting. Forskellige regnskabsprincipper, forskellige strategier med kapitalstrukturen, at tallene er et øjebliksbillede osv. Analysen forudsætter samtidig, at markedet har en korrekt prisfastsættelse af de valgte noterede selskabers aktier. Samtidig beregnes multiplerne med historiske tal fra regnskabet samt markedsværdien af egenkapitalen, som er prissat ud fra markedets forventninger til fremtiden. Det bør således være klart, at en multiple analyse ikke kan stå alene og ikke kan danne selvstændigt udgangspunkt for en prisforhandling ved køb/salg af virksomheder.

GSV	Gns. multipl	GSV	GSV markedsværdi
Nettoomsætning	1,3	288,8	374,2
EBITDA	4,3	67,0	291,1
EBIT	11,7	27,8	326,0
Egenkapital	2,3	73,9	171,1
Gæld	3,6	224,2	808,7
			394,2

Multiple analysen viser, at G.S.V. burde have en markedsværdi af egenkapitalen imellem 171,1 mio. og 808,7 mio., hvor gennemsnittet af disse er 394,2 mio. kr. De mest valide multipler bør være "Nettoomsætning" og "EBITDA", da disse er udsat for færrest mulige forhold, der påvirker beregningerne. Skulle der isoleret set kun fokuseres på disse, må værdien af egenkapitalen ligge mellem 291,1 mio. kr. og 374,2 mio. kr. med et gennemsnit på 332,7 mio. kr.

Næste skridt ved værdiansættelse af G.S.V. er en reel DCF værdiansættelse, hvortil det skal bemærkes, at der anvendes samme udvidede model, som også anvendes ved beregning af værdien på det fusionerede selskab. Modellen tager udgangspunkt i en 6-årig budgetteringsperiode, hvor der sker en konservativ fremskrivning af driften baseret på historisk udvikling. Den strategiske analyse af branchen som helhed viser et modent marked med fornuftige vækstmuligheder. På daværende tidspunkt måtte CataCap have fået adgang til både en kommerciel og en finansiell due diligence, som kunne hjælpe med at definere valuedriverne hos G.S.V.

DCF analyse

Historisk nettoomsætning kendes ikke, men væksten i EBITDA er beregnet, og siden 2010 er der årligt skabt vækst i EBITDA på mellem 10 % og 33 %. Samme vækstrate kan dog ikke overføres til omsætningen, da EBITDA væksten samtidig indeholder operationelle forbedringer. Væksten i omsætningen er holdt på 2 % i alle år, da intet på G.S.V.'s hjemmeside eller andet har indikeret, at overnormal vækst skulle forekomme.

Overskudsgraden (OG) budgetteres til 7,50 %, og niveauet er baseret på niveau opnået i 2014. Historisk har dette niveau været relativt fladt og budgetteres således også uændret i perioden. Aktivernes omsætningshastighed har historisk ligget mellem 0,89 og 1,07 med et gennemsnit på 0,97, hvilket samtidig er niveauet opnået for 2014. Dette niveau er derfor budgetteret i hele perioden.

Sidste driver i værdiansættelsesmodellen er WACC. For at kunne beregne det vægtede kapitalafkastkrav WACC skal fremtidig vægtning estimeres. Men ved bestemmelsen af kapitalvægtene opstår der et cirkularitetsproblem: For at bestemme kapitalvægtene skal markedsværdien kendes; men for at beregne markedsværdien med den besluttede kapitalstruktur skal WACC anvendes og dermed kapitalvægtene.

Problemet med vægtning af egenkapital og fremmedkapital er løst ved indledningsvis at fastsætte vægtningen til 50 %/50 %, hvorved EV ved denne vægtning findes. Bestående andel af fremmedkapital pr. 31.12.2014 var kendt til 224,2 mio., og holdt op i mod den beregnede EV viste det en vægtning på 47,2 %, hvorfor den beregnede vægtning af fremmedkapital må være mellem 50 % og 47,2 %. Ved blot at ændre vægtningen med 0,1 procentpoint ad gangen viste modellen samme vægtning ved de to beregningsmetoder på $FK=0,483$. Værdiansættelsen er således foretaget med andel af fremmedkapital på 48,3 % og andel af markedsværdi af egenkapital på $1-FK=0,517$.

WACC kan således beregnes:

$$WACC = w_{EK} \cdot R_{EK} + w_{FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t_c)$$

$$WACC = 0,517 \cdot 0,8 + 0,483 \cdot 0,0382 \cdot (1 - 0,22)$$

$$WACC = 0,05575 = 5,58\%$$

Afkastkravet til egenkapitalen er uændret 8 %, og afkastkravet til fremmedkapitalen er beregnet til 3,82% ved at dividere renteomkostningen for 2014 med finansielle forpligtigelser for 2014. Denne værdi er dog under antagelse af, at det gennemsnitlige træk på finansielle forpligtigelser over regnskabsåret er lig ultimo niveauet. En mulig imødegåelse af denne kunne være at anvende vægtede balanceværdier af primo- og ultimo tal, men med fortsat manglende viden om udvikling i størrelsen på finansielle forpligtigelser i løbet af året, vurderes dette ikke at bibringe merværdi.

Modelberegning

Historiske tal			Budgetterede tal						Terminalperiode
			Tal baseret på budgetforudsætninger						
tDKK	R2013	R2014	B2015	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	2022
Gordons "g"									2,00%
Nettoomsætning udvikling i %		288.766	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
OG salg (efter skat) udvikling i %		7,28%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Nettoomsætning		288.766	294.541	300.432	306.441	312.570	318.821	325.197	331.701
DO salg efter skat (NOPAT)	13.325	21.021	22.091	22.532	22.983	23.443	23.912	24.390	24.878
Driftsoverskud fra ass selskaber	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DO i alt efter skat	13.325	21.021	22.091	22.532	22.983	23.443	23.912	24.390	24.878
AOH (ultimo tal)	0,00	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Nettodriftsaktiver (NDA)	188.619	298.113	304.004	310.012	316.139	322.387	328.758	335.255	341.960
Årlig tilvækst ΔNDA		105.863	5.891	6.008	6.127	6.248	6.371	6.497	6.705
FCFF=DO-ΔNDA		-84.842	16.199	16.525	16.856	17.195	17.540	17.893	18.173
ROIC - (Dosalg/NDA)		7,1%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
ROIC - (Doialt/ NDA)		7,1%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%
Netto Finansielle aktiver (NFA)									
RIDO(t)=DO(t)-WACC*NDA(t-1)		10.303	5.471	5.584	5.700	5.818	5.939	6.062	6.187
WACC		5,575%							
Tilbagediskonteringsfaktor ⁻¹ = (1+Wacc)			1,06	1,11	1,18	1,24	1,31	1,38	
DCFF Tilbagediskonteret			15.344	14.825	14.325	13.841	13.373	12.921	13.123
RIDO tilbagediskonteret			5.182	5.010	4.844	4.683	4.528	4.377	4.468

G.S.V. Materieludlejning A/S		
	DCFF (tkr.)	RIDO (tkr.)
PV FCFF	84.629	
PV RIDO		28.624
PV TV FCFF	367.090	
PV TV RIDO		124.982
Nettodriftsaktiver (NDA)		298.113
Enterprise Value midt 2014	451.719	451.719
Enterprise Value ultimo 2014	464.139	464.139
Netto finansielle forpligtelser ultimo 2014	-224.208	-224.208
Egenkapital Fair value ultimo 2014	239.931	239.931
Goodwill	166.026	166.026

Modellen viser, at med de indarbejdede og beskrevne forudsætninger vil enterprise value af G.S.V. pr. 31.12.2014 være 464,2 mio. kr. Fratrækkes den kendte værdi af netto finansielle forpligtigelser på 224,2 mio. kr. findes den teoretiske værdi af egenkapitalen på 230 mio. kr. Fratrækkes den bogførte egenkapital fra dette må den handlede goodwill udgøre 166 mio. kr. Ved den fundne EV kan

købsmultiplen for G.S.V. beregnes ved 2014 EBITDA på 67 mio. kr. til 6,93x, og dette niveau vurderes validt.

Opkøbsemne - Pitzner Materiel A/S før fusionen

Pitzner Materiel A/S er resultatet af flere fusioner gennem tiden. Det ældste selskab var V.M Christensen stiftet i 1945, som udlejede stilladser og forskallinger. Dette selskab blev opkøbt af Axel Pitzner i 1979 og var starten på Axel Pitzners investering i denne branche. Axel Pitzner øgede løbende sine investeringer i materieludlejningsbranchen og købte i 2001 Corona Materiel, der fortsatte under navnet Corona Pitzner, med speciale indenfor salg, udlejning og servicering af entreprenørmateriel. I 2006 købte Axel Pitzner Asger G. Jørgensen, som var et selskab med speciale i produktion, specialindretning samt renovation/ombygning af skure og pavilloner både til salg og til udlejning. Herefter rådede Pitzner Gruppen over tre separate materieludlejningsselskaber WMC Pitzner, Corona Pitzner og AGJ Pitzner. I 2013 fusionerede Pitzner Gruppen disse selskaber med henblik på at opnå synergieffekter. Et yderligere argument for konsolideringen kunne være at både VMC Pitzner og Corona Pitzner i en årrække alene præsterede underskud eller kun mindre overskud. Ved en fusion af selskaberne ville det markant bedre resultat i AGJ Pitzner således skjule deres resultater og give et bedre samlet billede af selskabet evt. forud for et samlet salg af aktiviteten. Dette er dog alene spekulationer og kan ikke dokumenteres. Efter denne fusion har resultaterne været støt stigende. Andre foretagne dispositioner, som kunne understøtte teorien om strategisk forberedelse af salg, er, at alle tre selskaber jf. deres årsregnskaber solgte deres forskellige domicilejendomme til et søsterselskab Pitzner Domicil A/S, samt at AGJ Pitzner outsourcete produktionen af standard pavilloner til udlandet

De historiske fusioner af selskaberne bag Pitzner Materiel med forskellige fokusområder inden for materialeudlejningsbranchen medførte, at Pitzner Materiel havde en meget bred produktpalette med aktiviteter indenfor lifte, opholdsvogne, pavilloner (beboelsesvogne), stilladser samt let og tungt entreprenørmateriel. De største aktiviteter var stilladsudlejning samt opbygning og special indretning af pavilloner.



Fig. 7 – Egen tilvirkning

Geografisk dækkede Pitzners markedsområde hele Danmark, og fordelt ud over landet havde Pitzner seks afdelinger fordelt med tre på Sjælland, hvor hovedsædet var placeret i Hedehusene ved Roskilde. Øvrige afdelinger på Sjælland var i København SV samt i Sorø/Ringsted området. En på Fyn placeret i Middelfart. Herudover to i Østjylland som var placeret i Brabrand ved Aarhus samt i Hammel. Afdelingen i Hammel var specialiseret i udvikling, specialindretning og ombygning af beboelsesvogne og pavilloner. Geografisk havde Pitzner således ingen afdelinger i det nordlige eller vestlige Jylland og var kun repræsenteret på Fyn ved Middelfart afdelingen.

Regnskabsanalyse

Resultatopgørelse	t.DKK	Pitzner				
		2010*	2011*	2012*	2013	2014
Nettoomsætning		167.113	165.116	204.328	237.984	246.234
Omsætningsvækst i %			-1,2%	23,7%	16,5%	3,5%
-Direkte omkostninger					-96.974	-101.272
-Andre omkostninger					-11.857	-2.033
-Personaleomkostninger		-68.328	-52.697	-54.343	-62.848	-68.341
Personale omkost ifht EBITDA		-135,0%	-105,4%	-87,8%	-94,8%	-91,6%
Andre driftsindtægter						
EBITDA		50.621	50.016	61.894	66.305	74.588
EBITDA Margin					27,9%	30,3%
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver		-72.967	-50.099	-51.736	-53.164	-61.089
EBIT		-22.346	-83	10.158	13.141	13.499
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede virksomheder		1.574	4.738	336	0	0
Finansielle indtægter		8.158	1.821	4.347	151	567
Finansielle omkostninger		-18.028	-12.274	-11.952	-8.775	-6.000
Renteniveau		6,67%	4,77%	5,05%	5,30%	3,97%
EBT		-30.642	-5.798	2.889	4.517	8.066
Skat af årets resultat		10.247	3.410	-827	-367	1.167
EAT		-20.395	-2.388	2.062	4.150	9.233
Udbytte					0	0
* Samlede tal for VMC Pitzner, Corona Pitzner og AGJ Pitzner						

Regnskabsanalysen på Pitzner tager udgangspunkt i de seneste 5 år. Før 2013 var Pitzner tre forskellige selskaber med hver deres primære aktivitet som beskrevet ovenfor. Der er givet sket intern handel mellem selskaberne. Det er antaget at være sket på markedsvilkår og vurderes ikke at være i et væsentligt omfang, da aktiviteterne var forskellige i selskaberne. Der er således foretaget en sammenstilling af de tre selskabers regnskaber i årene 2010-2012. Ligesom G.S.V. har Pitzner også kun oplyst bruttofortjeneste/tab i regnskaberne for de tre selskabers fusion i 2013. Herefter er nettoomsætning og posterne herunder uoplyst. Nettoomsætning er derfor estimeret for årene 2010 til 2012 med baggrund i 2014 EBITDA marginen.

Som før er personaleomkostninger i forhold til EBITDA beregnet, og udviklingen her er positivt faldende. Året efter fusionen er nøgletallet dog steget for igen at falde året efter. Dette kunne være et udtryk for, at ledelsen havde fokus på fusionen modsat fortsat optimering.

EBITDA marginen kan beregnes for 2012 og 2013 og er på niveau med G.S.V., der havde en EBITDA margin på 28,1 %. Stigningen på 2,4 %-point på ét år understøtter den beskrevne optimering af it-systemet, som kunne forbedre udnyttelsesgraden og effektiviteten og dermed også EBITDA marginen.

Det beregnede renteniveau er på et højt niveau i 2010 og falder til ca. 5 % i perioden fra 2011 til 2013, hvorefter den falder til 4 %. I 2010 og 2011 tjente Pitzner et EBITDA i niveauet 50 mio. kr. begge år. I 2010 endte det med et tab på EBT niveau på -30,6 mio. kr. primært som følge af afskrivninger og finansielle omkostninger. I 2011 var EBT fortsat negativ men kun med 5,8 mio. kr. og således en markant forbedring. Denne forbedring er fortsat i årene herefter, og i 2014 realiseredes et positiv EBT på 8 mio. kr. Den positive skat på 1 mio. kr., trods det positive resultat, skyldes nedsættelse af selskabsskattesatsen fra 24,5 % i 2014 til 23,5 % gældende for 2015. Skatten er således påvirket af regulering af den fremadrettede udskudte skat.

Nøgletal

Resultatopgørelse		Pitzner				
	<i>t.DKK</i>	2010*	2011*	2012*	2013	2014
ROIC			0,0%	3,7%	5,0%	5,4%
ROE			-2,2%	2,0%	3,2%	5,8%
* Samlede tal for VMC Pitzner, Corona Pitzner og AGJ Pitzner						

Modsat G.S.V. har Pitzner ikke præsteret et acceptabelt afkast i form af ROIC over perioden. Først i 2012 blev ROIC positiv, og i 2013 og 2014 var den kun på godt 5 %. At ROIC er så markant lavere end G.S.V.'s skyldes til dels, at indtjeningen er lidt lavere, men primært at den investerede kapital, for at opnå dette resultat, er omkring dobbelt så stor som G.S.V.'s.

Resultatopgørelse		Pitzner				
	<i>t.DKK</i>	2010*	2011*	2012*	2013	2014
Overskudsgrad (OG)			-0,04%	3,73%	4,14%	4,14%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)		0,45	0,48	0,60	0,75	0,79

Ved dekomponering af ROIC ses det, at efter en negativ overskudsgrad i 2011 steg niveauet til et afrundet stabilt niveau på 4% i de efterfølgende år. ROIC forbedringen over årene er derved sket primært ved en forbedring af aktivernes omsætningshastighed, som steg fra 0,48 til 0,79 over perioden. Dette stemmer overens med indførelsen af det mere effektive IT-system, men også at Pitzner med en dobbelt så stor balance, alt andet lige, bør have større mulighed for at frasælge materiel. Frasalget kan skyldes, at det udlejes meget lidt eller måske endda slet ikke. Det tyder på, at Pitzner har været opmærksomme på dette, for i noterne for årsregnskab 2014 kan det aflæses, at der er frasolgt udlejningsmateriel for 49 mio. kr. svarende til 16 % af den samlede beholdning af

udlejningsmateriel. Der er ikke tidligere år frasolgt procentvis så store andele, hvorfor det understøtter nøgletalsudviklingen.

Ligesom ved G.S.V. er der til analysering af balancens udvikling lavet to analyser. En common size analyse og en trendanalyse.

Common Size analyse – kun uddrag se bilag 3 for fuld analyse

Aktiver Pitzner

t.DKK

	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
Udlejningsmateriel	353.137	73%	331.941	70%	327.900	74%	311.584	79%	307.472	80%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	23.783	5%	26.045	6%	18.487	4%	17.257	4%	12.630	3%
Materielle langfristede aktiver	398.588	83%	372.573	79%	346.387	78%	329.395	83%	327.274	85%
Langfristede aktiver	411.882	86%	388.980	82%	347.188	79%	333.745	84%	331.252	86%
Tilgodehavender fra salg	37.832	8%	48.418	10%	59.434	13%	42.914	11%	40.398	10%
Tilgodehavender	50.804	11%	60.357	13%	76.801	17%	49.309	12%	44.881	12%
Likvide beholdninger	150	0%	132	0%	1.198	0%	119	0%	149	0%
Kortfristede aktiver	69.802	14%	82.834	18%	94.856	21%	61.959	16%	54.886	14%
Aktiver	481.684	100%	471.814	100%	442.044	100%	395.704	100%	386.138	100%
Passiver Pitzner										
	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
Selskabskapital	11.501	2%	11.501	2%	11.501	3%	6.002	2%	6.002	2%
Overført overskud/overført resultat	100.983	21%	93.259	20%	93.940	21%	148.590	38%	157.822	41%
Foreslået udbytte	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	112.484	23%	104.760	22%	105.441	24%	154.592	39%	163.824	42%
Leasingforpligtelser	0	0%	81.034	17%	77.224	17%	19.492	5%	16.177	4%
Koncernintern gæld	110.311	23%	106.391	23%	99.881	23%	33.795	9%	23.071	6%
Langfristede forpligtelser	245.562	51%	253.689	54%	235.124	53%	160.914	41%	128.760	33%
Kortfristet del af langfristet gæld	9.459	2%	13.672	3%	11.150	3%	31.239	8%	31.318	8%
Kreditinstitutter	56.520	12%	28.970	6%	30.350	7%	15.897	4%	27.926	7%
Leverandørgæld	20.320	4%	23.833	5%	35.342	8%	16.261	4%	16.598	4%
Kortfristede forpligtelser	123.638	26%	113.365	24%	101.479	23%	80.198	20%	93.554	24%
Forpligtelser	369.200	77%	367.054	78%	336.603	76%	241.112	61%	222.314	58%
Passiver	481.684	100%	471.814	100%	442.044	100%	395.704	100%	386.138	100%

Inkl. andre anlæg, driftsmateriel og inventar udgør materielle anlægsaktiver ca. 80 % af den samlede balance. Samme fordeling som G.S.V.'s balance. Hele aktivsiden bærer præg af at de forskellige posters størrelse i forhold til balancen svinger en smule over årene, men er meget stabile i niveauet. På passiv siden sker der en stor ændring i kapitalstrukturen i forbindelse med fusionen af de tre selskaber i 2013. Den største gældspost var koncernintern gæld i form af en mellemregning til Axel Pitzner Fonden, som er den ultimative ejer i koncernen. Denne koncerninterne gæld blev delvist tilbagebetalt med 4 mio. kr. i 2011 og 6 mio. kr. i 2012. I 2013, i forbindelsen med fusionen, blev der jf. årsregnskabet 2013 konverteret 45 mio. kr. af den koncerninterne gæld til egenkapital. Dette medførte endvidere en stigning i soliditet fra 24 % til 39 %. Denne konvertering har uden tvivl øget selskabets kreditværdighed, både overfor långivere men også overfor øvrige kreditorer der handles med. Denne styrkelse kan også forklare rentenedsættelsen med effekt fra 2014, som tidligere er beskrevet.

Trendanalyse – kun uddrag, se bilag 4 for fuld analyse.

Aktiver Pitzner

<i>t.DKK</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2014</i>
Udlejningsmateriel	100	94	93	88	87
Materielle langfristede aktiver	100	93	87	83	82
Tilgodehavender fra salg	100	128	157	113	107
Andre tilgodehavender	100	105	7	18	5
Tilgodehavender	100	119	151	97	88
Kortfristede aktiver	100	119	136	89	79
Aktiver	100	98	92	82	80

Passiver Pitzner

<i>t.DKK</i>	<i>2.010</i>	<i>2.011</i>	<i>2.012</i>	<i>2.013</i>	<i>2.014</i>
Overført overskud/overført resultat	100	92	93	147	156
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	100	93	94	137	146
Kreditinstitutter	100	23	21	75	61
Leasingforpligtigelser	100	100	95	24	20
Langfristede forpligtelser	100	103	96	66	52
Kortfristet del af langfristet gæld	100	145	118	330	331
Kreditinstitutter	100	51	54	28	49
Leverandørgæld	100	117	174	80	82
Gæld tilknyttet virksomheder	100	129	22	0	0
Anden gæld	100	123	97	77	80
Kortfristede forpligtelser	100	92	82	65	76
Passiver	100	98	92	82	80

Den helt overordnede trend på aktiv siden er, at alle poster mindskes år for år. Eneste trend på aktivsiden der ikke indikerer et selskab under rolig afvikling er, at tilgodehavender fra salg er varierende og har været på høje niveauer over årene. Udviklingen understøtter igen, at Pitzner har haft en stor balance og mulighed for at slanke denne. Dette endda over en periode hvor der konstant er sket forbedring i omsætning og indtjening. Egenkapitaltrenden viser tydeligt gældskonverteringen til egenkapital i 2013, og den positive indtjening har også i 2014 øget egenkapitalen. Gælden er løbende nedbragt, og især leasinggæld er næsten indfriet.

Værdiansættelse af Pitzner.

Multiple analyse

Ved anvendelse af samme metode til en indledende værdiansættelse baseret på multipler fra Ramirent og Cramo beregnes følgende værdier:

Pitzner	Gns. multipl	Pitzner	Pitzner markedsværdi
Nettoomsætning	1,3	246	319,1
EBITDA	4,3	75	324,1
EBIT	11,7	13	158,0
Egenkapital	2,3	164	379,2
Gæld	3,6	151	544,9
			345,1

Multiple analysen viser, at Pitzner burde have en markedsværdi af egenkapitalen imellem 158 mio. kr. og 544,9 mio. kr., hvor gennemsnittet af disse er 345,1 mio. kr. De mest valide multipler vurderes fortsat at være "Nettoomsætning" og "EBITDA" og alene baseret på disse, må enterprise value ligge mellem 324,1 mio. kr. og 319,1 mio. kr. med et gennemsnit på 321,6 mio. kr. Værdien af egenkapitalen er efter NFF på 151 mio. kr. er fratrasket, lig 170,6 mio. kr. Da den bogførte egenkapital er på 163,8 mio. kr., er der således kun 6,8 mio. kr. i goodwill, såfremt multiple værdien er valid.

DCF analyse

Historisk nettoomsætning kendes ikke, men væksten i omsætningen er holdt konservativt på 2 % i alle år, da intet på Pitzners hjemmeside har indikeret, at overnormal vækst skulle forekomme. Overskudsgraden (OG) arbejdes der derimod aktivt med ved Pitzner. Overskudsgraden har ligget på et meget lavt niveau på 4,14 % i både 2013 og 2014. CEO i Pitzner var på daværende tidspunkt Ole Warmsler, som havde en fortid hos Cramo. Tidligere i sin karriere var Ole Warmsler ansat i IT-branchen. Ole Warmslers viden omkring IT-systemer blev udnyttet til at anvende et avanceret styringsværktøj til håndtering af udlejningsmateriellet. Systemet øgede ledelsens overblik over udlejningseffektiviteten både på enkeltmaterielniveau, men også på arter og typer af udlejningsmateriel. Dette overblik sikrede Pitzner, i de sidste to år inden fusionen, at EBITDA i forhold til udlejningsmateriel steg fra et niveau omkring 15 % til 24,3 % i 2014. Dette overblik medførte samtidig, at materiel, som ikke skabte den fornødne udlejning, blev frasolgt. Balanceudviklingen for materiel faldt således år for år hos Pitzner, hvorimod G.S.V. til sammenligning øgede sin balance. Til dette skal bemærkes, at Pitzner som udgangspunkt i 2010 havde materiel for 350 mio. kr., hvor G.S.V. på samme tidspunkt havde materiel for 165 mio. kr. Indtjeningsmæssigt lå Pitzner ikke meget over G.S.V., hvorfor effektiviteten var lavere. Effekten af

det nye IT system gør, at OG budgetteres at blive forbedret med 0,5 % point årligt i alle årene, hvorved niveauet stiger til 7,14 % og altså fortsat er lavere end G.S.V.'s niveau på 7,5 %.

Aktivernes omsætningshastighed har historisk forbedret sig fra 0,45 i 2010 til 0,79 i 2014. Denne udvikling er budgetteret til at fortsætte, hvorved AOH når et niveau på 1,09 ultimo budget perioden.

Sidste driver i værdiansættelsesmodellen er WACC.

Problemet med vægtning af egenkapital og fremmedkapital er løst på samme vis som ved G.S.V. Bestående andel af fremmedkapital pr. 31.12.2014 var kendt til 151,1 mio. kr., og holdt op imod den beregnede EV viste det en vægtning på 34 %, hvorfor den beregnede vægtning af fremmedkapital må være mellem 50 % og 34 %. Ved igen at ændre vægtningen viste modellen samme vægtning ved de to beregningsmetoder på FK=0,385. Værdiansættelsen er således foretaget med andel af fremmedkapital på 38,5 % og andel af markedsværdi af egenkapital på 1-FK= 0,615 =61,5 %.

WACC kan således beregnes:

$$\begin{aligned} WACC &= w_{EK} \cdot R_{EK} + w_{FK} \cdot R_{FK} \cdot (1 - t_c) \\ WACC &= 0,615 \cdot 0,8 + 0,385 \cdot 0,0397 \cdot (1 - 0,22) \\ WACC &= 0,06113 = 6,11\% \end{aligned}$$

Afkastkravet til egenkapitalen er uændret 8 %, og afkastkravet til fremmedkapitalen er beregnet til 3,97 % ved at dividere rentekomkostningen for 2014 med finansielle forpligtigelser for 2014.

Modelberegning

Historiske tal			Budgetterede tal						Terminalperiode
			Tal baseret på budgetforudsætninger						
tDKK	R2013	R2014	B2015	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	2022
Gordons "g"									2,00%
Nettoomsætning udvikling i %		246.234	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
OG salg (efter skat) udvikling i %		4,14%	4,64%	5,14%	5,64%	6,14%	6,64%	7,14%	7,14%
Nettoomsætning		246.234	251.159	256.182	261.305	266.532	271.862	277.299	282.845
DO salg efter skat (NOPAT)	7.619	10.192	11.651	13.165	14.735	16.363	18.049	19.797	20.192
Driftsoverskud fra ass selskaber			0	0	0	0	0	0	0
DO i alt efter skat	7.619	10.192	11.651	13.165	14.735	16.363	18.049	19.797	20.192
AOH (ultimo tal)	0,00	0,79	0,84	0,89	0,94	0,99	1,04	1,09	1,09
Nettodriftsaktiver (NDA)	341.245	310.909	298.295	287.206	277.400	268.686	260.909	253.942	259.021
Årlig tilvækst ΔNDA		-4.755	-12.614	-11.089	-9.806	-8.714	-7.777	-6.967	5.079
FCFF=DO-ΔNDA		14.947	24.265	24.255	24.541	25.076	25.826	26.764	15.114
ROIC - (Dosalg/NDA)		0,0328	0,039	0,046	0,053	0,061	0,069	0,078	0,078
ROIC - (Doialt/ NDA)		0,0328	0,037	0,044	0,051	0,059	0,067	0,076	0,080
Netto Finansielle aktiver (NFA)									
RIDO(t)=DO(t)-WACC*NDA(t-1)		-9.104	-7.354	-5.069	-2.821	-594	1.625	3.848	4.670
WACC		6,113%							
Tilbagediskonteringsfaktor ⁻¹ = (1+Wacc)			1,06	1,13	1,19	1,27	1,35	1,43	
DCFF Tilbagediskonteret			22.868	21.541	20.539	19.778	19.197	18.748	10.587
RIDO tilbagediskonteret			-6.930	-4.502	-2.361	-469	1.208	2.695	3.271

Pitzner Materialeudlejning A/S		
	DCFF (tkr.)	RIDO (tkr.)
PV FCFF	122.670	
PV RIDO		-10.358
PV TV FCFF	257.414	
PV TV RIDO		79.533
Nettodriftsaktiver (NDA)		310.909
Enterprise Value mid 2014	380.084	380.084
Enterprise Value ultimo 2014	391.528	391.528
Netto finansielle forpligtelser ultimo 2014	-151.063	-151.063
Egenkapital Fair value ultimo 2014	240.465	240.465
Goodwill =	76.641	76.641

Værdien af Pitzner er med de beskrevne forudsætninger beregnet til en enterprise value på 391,5 mio. kr. ultimo 2014. Fratrukket de netto finansielle forpligtigelser viser det en markedsværdi af egenkapitalen på 240,5 mio. kr. Den beregnede goodwill ved køb til denne pris er 76,6 mio. kr. Baseret på 2014 EBITDA på 74,6 mio. kr. svarer det til en EV/EBITDA multiple på 5,25x.

Det fremgår af ovenstående model, at den tilbagediskonterede RIDO er negativ, hvilket viser, at Pitzner ikke har skabt merværdi for deres kapitalgivere. Der mangler derimod 10,4 mio. kr. for, at budgetteringsperioden netop har skabt værdi svarende til det afkastkrav, der er defineret ved WACC. Til sammenligning med G.S.V.'s beregninger er WACC her næsten 1 %-point højere, hvilket har en markant indvirkning på RIDO, og dette skyldes dels en større egenkapitalandel, dels et højere afkastkrav til fremmedkapitalen. Hvis man til sammenligning brugte samme WACC i Pitzner som ved G.S.V., ville PV RIDO være positiv med 1,5 mio. kr. og således næsten svare til afkastkravet.

Opkøb af G.S.V. og Pitzner

Detaljerne omkring opkøbet af G.S.V. og Pitzner er ikke offentliggjort. Det er derfor forsøgt at sammenstykke info herom fra flere forskellige kilder. CataCap har opkøbt selskaberne via selskabet CC Tool Invest ApS, med en oprindelig ejerandel på 36 %. Det er dog oplyst på CataCaps hjemmeside, at de har 91 % af stemmerettighederne. Dette gør, at regnskabet for CC Tool Invest ApS skal udarbejdes som et koncernregnskab, og da G.S.V. / Pitzner investeringen var den eneste foretaget ved aflæggelse af 2015 regnskabet, kan mange informationer om købet findes her. Det ses blandt andet, at der er aktiveret 285 mio. i goodwill ved regnskabsafslutning, og i cash flow analysen ses det, at der er betalt 294 mio. kr. til de forhenværende ejere, og at dette er aktiveret som goodwill i immaterielle aktiver. Dette skal forstås således, at selskaberne tilsammen er opkøbt til en pris, der ligger 294 mio. kr. over bogført værdi af egenkapitalen.

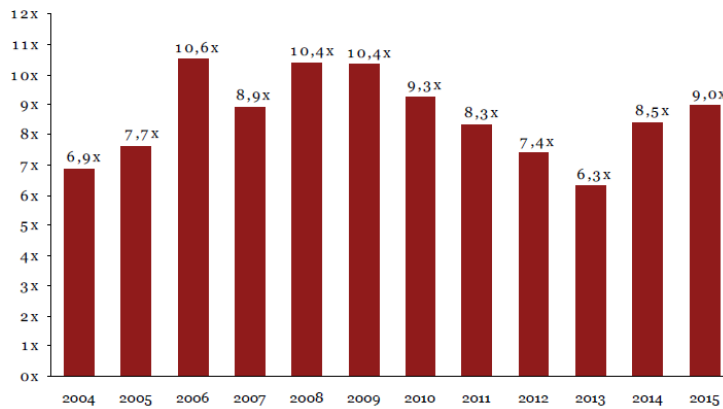
Oplysningerne om transaktionen, der er samlet via regnskaber, er samlet i nedenstående "sources and uses" skema, som er en generelt anvendt opstilling ved finansiering af denne type.

Sources	mio	Uses	mio
Fremmed kapital		Goodwill	294
Lån	306	Materiel	638
Leasing	226		
Samlet gæld	532		
Egenkapital			
CataCap	150		
Øvrige direkte investorer	250		
Egenkapital i alt	400		
Samlet	932		932

På ovenstående figur med hovedtal ses det, at den samlede transaktion er med en beregnet enterprise value på 932 mio. fordelt med 294 mio. i goodwill og 638 mio. på materielle anlægsaktiver i form af udlejningsmateriel. I sources ses det, at transaktionen er finansieret via 532 mio. kr. i fremmedkapital og 400 mio. kr. i egenkapital. Købsmultiplen for denne transaktion kan beregnes til 6,58x ved brug af den samlede 2014 EBITDA på 141,6 mio. kr. Dette niveau vurderes som værende markedskonformt, baseret på arbejds erfaring med finansiering af denne type transaktioner samt sammenligning af markedshandler i Danmark foretaget af PWC. På PWC.dk er der i forbindelse med en "nytårskur 2016" udarbejdet et overblik over markedsmultipler set over tid og med alene danske transaktioner.

Tallene i skemaet er sammenfattende for mange forskellige typer virksomheder med forskellige strategier, og det er ikke muligt at se, hvor mange observationer der ligger til grund for gennemsnittet de enkelte år. Det er således ikke muligt at tage højde for evt. bias ved vurdering af niveauerne. Opgørelsen bekræfter dog egen beregnede EV/EBITDA multiple på 6,58x sammenholdt med et gennemsnit på 6,3x i 2013 og 8,5x i 2014.

Udviklingen i det gennemsnitlige EV/EBITDA prisniveau for danske transaktioner ⁽¹⁾



Note 1: De gennemsnitlige EV/EBITDA multipler er baseret på danske transaktioner med tilgængelige historiske EV/EBITDA multipler i MergerMarket. EV/EBITDA multipler på mere end 20x eller mindre end 3x EBITDA er vurderet som ikke-menyingsfulde og indgår derfor ikke i det givne års gennemsnit

Kilde: MergerMarket

Dato: 31. december 2015

Fig 8¹⁹

Nu hvor både egne teoretiske værdier af både G.S.V. og Pitzner er beregnet, og yderligere detaljer om summen af de faktisk foretagne transaktioner er fundet i regnskabet kan disse sammenlignes. Det vides jo, at goodwill aktivering dækker over opkøbet af både G.S.V. og Pitzner, og det er ikke muligt at adskille disse to opkøb i regnskabet. Den samlede goodwill post kan dog sammenlignes med summen af de teoretisk beregnede goodwill poster baseret på værdiansættelser foretaget i dette projekt.

	Multiple			DCF - metode		
	EV	EV/EBITDA multiple	Goodwill	EV	EV/EBITDA multiple	Goodwill
GSV	332,7	4,98x	75,2	464,2	6,93x	166
Pitzner	321,6	4,31x	6,8	391,5	5,25x	76,6
I alt	654,3	4,65x	82	855,7	6,04x	242,6
Realiseret jf. regnskab				932,0	6,58x	294,0
Afvigelse fra modelberegninger				8,9%	8,9%	21,2%

Det ses tydeligt i modellen, at multiplerne anvendt ved brug af flere faktorer fra Ramirent og Cramo alle afviger væsentligt fra den handlede enterprise value. Den multiple beregning der var tættest på, var omsætningsmultiplen, som ”kun” afveg med 19 %. Den næst tætteste multiple er EBITDA multiplen, som dog også afviger med 28 % fra den reelt handlede værdi. At det er disse to multipler, der ligger tættest på, understøtter den tidligere vurdering af validiteten af multiplerne.

¹⁹ <https://www.pwc.dk/da/arrangementer/2016/carsten.pdf>

DCF metoden ligger væsentlig tættere på den reelt handlede værdi, og enterprise value og EV/EBITDA multiplen afviger med 8,9 %. Afvigelsen er dog nominelt på 76,3 mio. kr., og dette må vel fortsat betegnes som en ikke uvæsentlig afvigelse.

Aktiveringen af goodwill afviger væsentligt mere. Dette kan skyldes, at definitionen på nettofinansielle forpligtigelser ikke er helt ens, hvorved markedsværdien af egenkapitalen i modellen ikke er høj nok. Den kunne i teorien også blive lavere, men der tages udgangspunkt i, at den revisorgodkendte goodwill er den mest retvisende. Hvis for eksempel sælgerfinansiering på 20 mio. kr. ikke blev defineret som rentebærende gæld, ville afvigelsen fra den reelt bogførte goodwill alene være 12 %.

At den beregnede teoretiske værdi er lavere end den handlede værdi antyder, at de allerede indarbejdede vækstdrivere, som dog er konservativt budgetteret, må antages at være højere endnu. Ved at CataCap allerede nu har betalt for den forventede fremtidige konservative vækst, må deres overbevisning jo ubetinget være, at de kan forbedre driften mere end forudsat ved beregningerne. Den største værdidriver må dog være synergieffekter ved opkøb og fusion af selskaberne. Og disse forbedringer er ikke medtaget i de to enkeltstående værdiansættelser.

Baseret på to års regnskabsaflæggelse samt strategisk analyse og vurdering af mulige synergieffekter vil der blive foretaget en klassisk værdiansættelse af det fusionerede selskab.

G.S.V. Holding A/S

Det fusionerede selskab G.S.V. Holding er i dag den markant største deltager på det danske marked for materieludlejning. CataCap har valgt at fortsætte med Dan Protin som administrerende direktør. Dan Protin har været ansat i G.S.V. siden 1996, hvor han startede som montør i Odenseafdelingen. Efter en periode som afdelingsleder i Odense flyttede han i 2007 til G.S.V.'s største afdeling i Ishøj som afdelingsleder, hvor han allerede året efter blev forfremmet til administrerende direktør for hele selskabet. I forbindelse hermed antages det, at han blev tildelt en mindre andel af selskabet via sit holdingselskab DOV Holding ApS²⁰, hvor det ses, at han i 2015 tjente 45,7 mio. kr. på salget til CataCap.

Dan Protin ejer jf. 2016 årsregnskabet 4,89 % af G.S.V. Holding. Dan Protin har således, som det ofte er kutyme ved kapitalfondsopkøb, selv deltaget som investor. Dette sikrer, at den administrerende direktør har ejer incitamenter overfor selskabet. Dette skaber endvidere øget motivation for at skabe afkast og mindsker således principal-agentproblemstillingen. Denne problemstilling henviser til problematikken ved, at ejerkredsen via bestyrelsen ansætter en administrerende direktør, som ikke nødvendigvis i alle henseende handler ud fra afkastoptimerende beveggrunde. Ledelsen kunne i stedet prioritere imperiebyggeri, frynsegoder eller prestigeprojekter. Alt sammen noget, som ud fra et investors synspunkt, ikke nødvendigvis er profitkabende, men

²⁰ DOV Holding ApS Årsregnskab 2015

muligvis kan være attraktivt for ledelsen. Fuldførelse af et prestigeprojekt kan for eksempel se godt ud på ledelsens CV men have negativ NPV og derfor være et projekt, som burde forkastes. Dan Protin er kendt i virksomheden for sit store kendskab til alle kroge af virksomheden.²¹ Dels har han arbejdet sig til tops i virksomheden, dels har han som administrerende direktør løbende tildelt sig selv ”praktikpladser” i de dele af virksomheden, som han manglede kendskab til.

Dan Protin viste endvidere evner i krisetid, da G.S.V. i årene 2008-2010 præsterede negative resultater som konsekvens af finanskrisen. Denne dedikation og dybdegående viden om G.S.V. er givetvis årsagen til, at valget faldt på ham og ikke Ole Warmøller, der også kunne fremvise et relevant CV. Der haves ikke viden herom, men Dan Protin kunne også have sikret sin position ved overtagelse/fusion ved kontraktuelt at sikre sig en lukrativ ordning i et sådan tilfælde. Med hans lange historik i virksomheden og det faktum at denne har været familieejet gennem alle årene, kunne dette sagtens være tilfældet.

Bestyrelsen er sammensat af bestyrelsesformand Carsten Nygaard Knudsen, der efter 12 år hos Mærsk med forskellige CFO-roller, har været CFO i Sjælsø og Esko. Sidstnævnte var i en årrække ejet af en PE fond. I dag varetager han alene bestyrelsesroller i forskelligartede brancher hvoraf fire er som bestyrelsesformand. Foruden G.S.V. er disse DEAS A/S, Lyngsoe Systems A/S (også ejet af CataCap) samt Covidence. En diversificeret række selskaber uden fællestræk i aktiviteter. Eneste andet eksterne medlem i bestyrelsen er Jens Nyhus, som er administrerende direktør i Carlsberg Byen P/S, der pt. er i gang med et af de største udviklingsprojekter i København. Hans bidrag i bestyrelsen er givet hans store kendskab til byggebranchen, som er en væsentlig driver hos materieludlejningsbranchen.

Strategisk analyse

Materieludlejningsbranchen og dennes drivere er tidligere beskrevet, hvorfor denne strategiske analyse primært fokuserer på det fusionerede selskabs placering i branchen.

I løbet af 2016 er der yderligere opkøbt to mindre virksomheder, som er optaget i G.S.V. Holding. I april 2016 blev Bramsnæs Entreprenørmaskiner ApS opkøbt, og i oktober blev Bilsby Hedehusene A/S opkøbt. Begge med effekt fra 01.01.2016. Det samlede medarbejderantal i G.S.V. Holding steg således med 142 medarbejdere til i alt 398 ultimo 2016, hvorfra 110 medarbejdere kom fra de tilkøbte selskaber. Målt på omsætning og med samme brancheomsætning som estimeret tidligere, kan det estimeres, at G.S.V. Holding nu har en markedsandel på op imod 27 % i Danmark.

Ifølge administrerende direktør Dan Protin har de seneste to akkvisitioner givet G.S.V. en unik position på det danske marked. Tidligere ved tilbudsgivning af større projekter skulle G.S.V. indhente tilbud fra underleverandører for udlejningsmateriel, som de ikke selv rådede over. Dette

²¹ <http://www.businessdanmark.dk/Inbusiness-forside/InBusiness-artikelarkiv/20171/Q1/Arets-salgsleder-tor-tanke-stort/>

var tidskrævende, og en del af indtjeningen på projektet skulle også viderebetales til disse underleverandører. Opkøbene har ifølge Dan Protin givet G.S.V. en fuld produktpalette, og G.S.V. kan nu tilbyde alle de produkter, som kunderne efterspørger. Denne konkurrencefordel i form af hurtig tilbudsgivning samt fuld fortjeneste har bidraget positivt til G.S.V.'s positive resultat for 2016. Ved etablering af det fusionerede selskab blev der defineret en 2020 plan, som Dan Protin selv definerede som ambitiøs. Den finansielle del af denne plan blev allerede opnået i 2016 som følge af stor vækst og fremgang. I 2016 redefinerede G.S.V. derfor planen, som nu er en 2021 plan. I 2016 blev Dan Protin kåret som "Årets Salgsleder 2016" af Business Danmark, og i den forbindelse lavede Dan Protin en Youtube-takketale, hvor han omtalte hovedelementerne i denne plan²²:

- Ny salgs- og Marketingsdirektør – Nina Dencker Nielsen
- Fokus på udvikling og uddannelse af medarbejderne
- Væsentlig forbedret online tilgængelighed.

Ansættelsen af Nina Dencker Nielsen sker i en nyoprettet stilling. Hun kommer med erfaring fra tilsvarende stillinger hos MT Højgaard og Dong Energy. Hun er ansat til at nytænke salgsstrategier og ad den vej skabe yderligere vækst. Fokus på udvikling og uddannelse af medarbejdere bliver omtalt som et underprioriteret område under fusionen af i alt fire virksomheder, og derfor vil der være fornyet fokus herpå. Foruden denne strategi vurderes det vigtigt, at G.S.V. endvidere fokuserer på kulturen i det fortsættende selskab. Et eksempel på dette kunne være den lagdelte kultur som populært er visualiseret ved Scheins Isbjerg²³. Denne teori tager udgangspunkt i, at en virksomheds kultur kan beskrives som et isbjerg, hermed menes at det alene er ca. 10 % af kulturen, der kan ses og opfattes, resten er en indgroet kultur i virksomheden. Et eksempel på en sådan kultur kunne være, at det for eksempel forventes, at kunden i alle tilfælde får den bedst tænkelige service. Det kunne være startet med et stort kick-off, hvor ledelsen udbredte dette budskab på forskellig vis. I årene herefter er det gradvist blevet en naturlig adfærd i virksomheden, hvorfor ledelsen ikke længere italesætter dette. Udfordringen i fusioner, som den G.S.V. har foretaget, er, at de fire forskellige virksomheder alle har værdier i deres kultur, og tesen er, at langt størstedelen af denne kultur er skjult "under vandoverfladen" for at blive i isbjerg-termologien. Dette forhold er beskrevet af Edgar Schein, der er manden bag teorien om den lagdelte kultur:

Citat²⁴: *"Hverken Kultur eller ledelse kan ved nærmere undersøgelse forstås isoleret. I virkeligheden kan man postulere, at det eneste virkeligt vigtige som ledere gør, er at skabe og lede kultur, og at lederes enestående talent er deres evne til arbejde med og forstå kultur... Ledere skaber og forandrer kulturer, medens chefer og administratorer lever i dem"*

²² <https://youtu.be/3g2szOAJ7RA>

²³ Ledelse i Praksis

²⁴ Edgar Schein, Organisationskultur og ledelse.

Dan Protin skal altså genskabe den kultur, der i en lang årrække er opbygget i G.S.V. Værdier skal italesættes og udleves, da de forskellige kulturer fra de fire virksomheder ellers kan risikere at give negative oplevelser.

Dette understøttes af ”European Post Merger Integration Survey 2009²⁵”, der henviser til tre væsentlige punkter for en succesfuld fusion.

- Fokuseret integrationsplanlægning inden opkøbet
- Hurtig gennemførelse af integrationen
- Motivation af medarbejderne.

Generelt viser undersøgelsen, at Danmark ligger næsten 20 %-point over det europæiske gennemsnit for succesraten med gennemførelse af strategiske og finansielle synergier. En af årsagerne til Danmarks høje succesrate på 86 % er, ifølge undersøgelsen, at en langt større andel i Danmark påbegynder integrationsplanlægningen allerede inden opkøbsprocessen. Undersøgelsen er foretaget med samlet 250 respondenter, hvorfor der ikke kan udelukkes Bias i svarerne.

Sidstnævnte punkt i strategiplanen er øget tilgængelighed for kunderne. Dette skal ske ved at skabe nye digitaladgange og flytte grænsen for hvordan, hvor og hvornår, der kan indhentes tilbud, reserveres materiel osv. Denne elektroniske udvikling er en udfordring, mange virksomheder står foran nu. Kunderne ønsker at kunne betjene sig selv, og det skal helst kunne ske via smartphones eller tablets og være nemt og intuitivt.

”Pris Pris Pris –efterhånden det eneste som betyder noget når man lejer materiel – Det synes vi er en kedelig udvikling.”²⁶

Sådan starter en reklamevideo fundet på Youtube, som er lavet af DRA, som G.S.V. er medlem af. (DRA certificeringen er blevet etableret af Materielsektionen i Dansk Byggeri) Her forsøger de at bringe fokus på, at de billige tilbud ofte ender med at være dyre. Budskabet i videoen er, at med prisen som eneste faktor, går der ofte på kompromis med kvalitet og sikkerhed, og ofte kommer der tillægsregninger, som øger den endelige kostpris. Med denne video sender DRA og G.S.V. et tydeligt signal om, at de ikke er branchen prispressere, og de reklamerer samtidig for DRA-certificering, der sikrer høj kvalitet og strenge sikkerhedskrav til standen og serviceringen af udlejningsmateriellet samt undervisning af medarbejderne.

I stedet for pris vil G.S.V. gerne stå for ”kvalitetsbyggeri til tiden”, ”Driftssikkert materiel” og ”Miljørigtige byggeprocesser”.

²⁵ <https://www.pwc.dk/da/services/deals/hvad-karakteriserer-en-succesfuld-virksomhedsintegration.html>

²⁶ <https://youtu.be/2oEdNPvffPQ>

Peer group

mDKK 2015	Bruttofortj.	EBITDA	EBITDA/ bruttofort	EBT	Balance	Materiel	Gæld	Gearing	Soliditet	Afkastnings grad	ROE	Medarbjd.
GSV	282	174	62%	40	791	614	465	2,7	23%	7%	16%	270
Loxam	188	101	54%	1	382	233	265	2,6	3%	26%	2%	183
Riwal	131	73	56%	43	185	100	24	0,3	66%	23%	31%	108
Ramirent	116	42	36%	0	228	129	0	0,0	80%	1%	0%	149
Cramo	104	54	52%	6	457	154	273	5,1	19%	3%	12%	100
Paschal	45	25	55%	12	72	25	0	0,0	87%	19%	15%	n/a
J. Jensen	39	25	64%	5	82	55	40	1,6	29%	9%	19%	32

Fig 8 – Egen tilvirkning

Ovenstående peer group viser G.S.V.'s placering i sammenligning med danske selskaber med samme aktivitet. Selskaberne er opstillet efter størrelse målt på bruttoomsætningen, og G.S.V. er, da opstilling er baseret på regnskab 2015, efter fusionen klart det største selskab, og har præsteret den bedste EBITDA/bruttofortjeneste margin af alle. Denne margin viser alene forholdet mellem bruttofortjeneste og personaleomkostningerne, idet det er eneste post, der adskiller bruttofortjenesten fra EBITDA. Det kan derfor udledes, at G.S.V. er de bedste i branchen til at skabe indtjening per lønkrone. På balancesiden har G.S.V. den næsthøjeste gearing på 2,7x alene overgået af Cramo med en gearing på 5,1x. Det skal hertil bemærkes, at G.S.V.'s gæld er bank- og leasingfinansiering, og Cramos gæld er et stort lån fra udenlandsk moder. Enkelte selskaber som Ramirent og Paschal er begge udelukkende egenkapitals finansierede, hvilket bør give en fordel over eksterne interessenternes vurdering af selskabernes robusthed. Begge er datterselskaber af store udenlandske materieludlejningsselskaber. Ramirent har omkring 10 % markedsandel, og samtidig den laveste EBITDA/bruttofortjeneste margin sammen med både laveste afkastningsgrad og egenkapitalforrentning. Hvis man kigger på de sidste fem år, så har Ramirent enten negative afkastnøgletal eller kun lige over 0 %. Disse afkast over en længere årrække kan ikke være tilfredsstillende for den finske moder. Der kunne således spekuleres i, hvor strategisk Ramirent vurderer deres tilstedeværelse i Danmark, og kan potentielt udgøre en mulighed i branchen.. Måske kunne Ramirent være næste opkøbssegnede selskab for G.S.V. eller en af de andre stærke markedsdeltagere? G.S.V.'s balancestørrelse gør, at deres afkastningsgrad kun er på 7%, men som grundet den høje andel af fremmedkapital alligevel skaber et tilfredsstillende afkast på egenkapitalen på 16%. En vurdering af hvilket selskab, der overordnet set har klaret sig mest tilfredsstillende i 2015, vil pege på Riwal, som præsterer pænt på alle parametre.

Regnskabsanalyse

Resultatopgørelse	Sammenstilling					Realiseret	
t.DKK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoomsætning	0	0	0	237.984	535.000	643.723	862.862
Realiseret vækst i %						20%	34%
-Direkte omkostninger	0	0	0	-96.974	-275.041	-308.835	-365.812
Direkte omk. i % af oms.						48%	42%
-Andre omkostninger	0	0	0	-11.857	-2.033	-67.757	-71.872
Andre omkostninger ifht oms.						10,5%	8,3%
-Personale omkostninger	-98.866	-83.754	-92.091	-106.797	-116.339	-108.665	-180.213
Personale omkost ifht omsætning						16,9%	20,9%
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	15.065	17.220
Andre driftsindtægter ifht NDA						1,65%	1,32%
EBITDA	78.857	92.336	108.975	124.349	141.586	173.531	262.185
EBITDA Margin				27,9%	23,2%	27,0%	30,4%
Af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver	-107.967	-78.672	-81.051	-86.251	-100.245	-119.594	-187.194
Afskrivninger i % af materielle anlægsaktiver	-19%	-15%	-15%	-17%	-16%	-19%	-19%
EBIT	-29.110	13.664	27.924	38.098	41.341	53.937	74.991
Resultat efter skat af kapitalandele i associerede	1.574	4.738	336	0	0	0	0
Finansielle indtægter	8.352	2.154	4.472	194	794	453	210
Finansielle omkostninger	-31.233	-20.359	-19.864	-15.368	-12.907	-14.337	-22.391
Anslået finansieringsrente						2,83%	2,85%
EBT	-50.417	197	12.868	22.924	29.228	40.053	52.810
Skat af årets resultat	15.200	1.846	-3.369	-5.027	-3.364	-9.980	-11.952
EAT	-35.217	2.043	9.499	17.897	25.864	30.073	40.858
Udbytte	0	0	2.000	2.000	0	0	0

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i realiserede tal fra 2010 til 2016. I årene 2010 til 2014 er tallene sammenstillede med baggrund i regnskaberne for G.S.V. og Pitzner. Der er ved sammenstillingen ikke taget hensyn til intern handel og interne mellemregninger, idet disse ikke vurderes at være til stede i et omfang, der kan påvirke resultatet. I 2015 og 2016 er der aflagt de to første regnskaber med indregning af de fusionerede selskaber. Opkøb foretaget i løbet af 2016 er alle sket med overtagelsesdato 01.01.2017, hvorfor der er fuld effekt indregnet i de realiserede tal. Det skal bemærkes, at omsætning i 2013 alene stammer fra G.S.V., hvorfor der ikke er beregnet vækst i omsætning fra 2013 til 2014. Omsætningen i 2014 er en proforma konsolidering foretaget af revisor for sammenligningstal.

Omsætningen steg 20 % fra 2014 til 2015, hvilket er en høj vækst og flot realiseret i et år, der kunne have været negativt påvirket af fusionen af to selskaber. Omsætningen fra 2015 til 2016 viste endnu højere vækst, men var ekstraordinært påvirket af akquisitionerne af Bramsnæs og Bilsby. For at adskille den samlede vækst er der udarbejdet en omsætningsbridge fra 2015 omsætning til 2016 omsætningen.

Omsætningsbridge 2015 til 2016

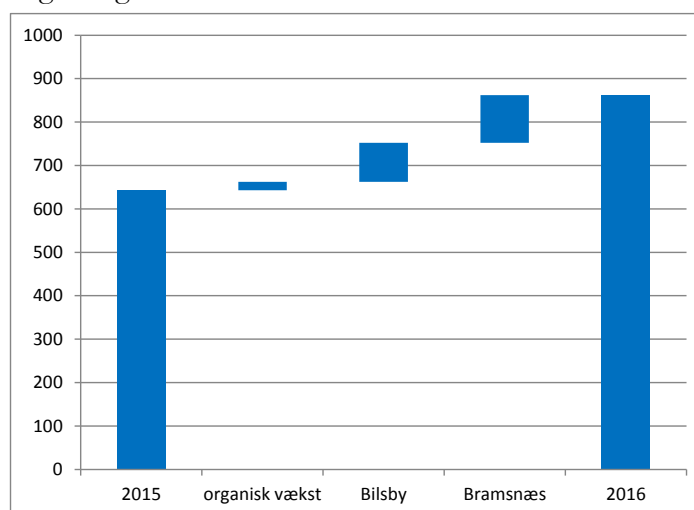


Fig. 9 – Egen tilvirkning

Som det kan aflæses af figuren, er langt den største omsætningsstigning et resultat af opkøbene. Det er oplyst i G.S.V.'s 2016 regnskab, at den organiske vækst i forretningen alene udgør 3 %.

Fordelingen mellem Bilbys og Bramsnæs' andel af omsætningsstigningen er ikke oplyst og er derfor beregnet med baggrund i forholdet mellem deres senest realiserede bruttofortjeneste. Bilbys omsætning er beregnet til 89,9 mio. kr. og Bramsnæs' til 109,9 mio. kr.

EBITDA marginen er efter et dyk i 2014 steget igen i både 2015 og 2016. Seneste år forbedring skyldes at andelen af direkte omkostninger i forhold til omsætningen er faldet fra 48 % til 42 %, og dette skyldes en bedre udnyttelse af materiellet i tråd med tidligere beskrevne udnyttelse af nye IT-systemer. Andre omkostninger er alene steget svagt. Personaleomkostningerne er steget med 72 mio. kr. og skyldes naturligvis opkøbene. Andelen af omsætningen er steget fra 16,9 % til 20,9 %, hvilket kunne indikere et højere gennemsnitligt lønniveau hos tilkøbte selskaber. I 2015 var gennemsnitslønnen 421.182 kr. Det oplyses, at medarbejderstaben steg med 142 fuldtidsansatte i 2016, heraf kom 110 ansatte fra opkøbene. Hvis det antages, at de bestående ansatte har modtaget en 3 % lønstigning i 2016, og at de 32 ansatte får tilsvarende gennemsnitsløn, kan det beregnes at de "tilkøbte" medarbejdere har haft en gennemsnitsløn på 494.600 kr. og altså 17,5 % højere end tidligere gennemsnit. Andre driftsindtægter på henholdsvis 15 mio. kr. og 17 mio. kr. er en ny post og er indtjening fra frasolgt materiel. Denne gevinst har formentlig også været til stede i et givent omfang i perioden før 2015, disse poster har formentlig blot været skjult som genvundne afskrivninger i de eksterne regnskaber. Dette gør, at stigningen i EBITDA ikke er så positiv som vist i skemaet. EBITDA margin foruden denne salgsgevinst udgør henholdsvis 24,6 % og 28,6 % i 2015 og 2016, så altså fortsat en positiv trend, men alene på niveau af 2013 EBITDA margin.

Afskrivningsprincipperne er ændret for så vidt angår G.S.V. Før fusionen blev udlejningsmateriel afskrevet over 8-12 år, efter fusionen blev dette ændret til 4-12 år. Den nye afskrivningsperiode er lig

den, Pitzner har haft alle årene. Det er minimalt, hvilken påvirkning afskrivningsændringerne har medført, men det er undersøgt for at kunne vurdere udviklingen. Idet afskrivningsniveauerne ikke er afhængige af omsætningsniveau er størrelsen holdt op imod materielle anlægsaktiver, dog modregnet 14 mio. kr. i 2015 og 18,1 mio.kr. i 2016, som kan henføres afskrivning af goodwill svarende til lineær afskrivning over 20 år som anført i regnskabsprincipperne.

Den stigende rentebetaling skyldes den øgede gældsoptagelse i forbindelse med akquisitionerne. Det bemærkes, at renteniveau er uændret på 2,8 %, hvor den øgede gældssætning ikke har medført forværret rating hos fremmedkapitalgiverne. Såfremt den øgede gæld havde øget gearingen eller mindsket egenkapitalen for meget, ville dette have givet sig udslag i stigende rente for at kompensere for denne risiko.

Uddrag af Aktiver, se bilag 5 for fuld balance

Aktiver (Koncernen)				
	<i>t.DKK</i>	2014	2015	2016
Software				9464
Goodwill		2.217	284.718	336.417
Immaterielle langfristede aktiver		2.217	284.718	345.881
Udlejningsmateriel		593.369	614.055	950.282
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		12.630	15.358	19.033
Materielle anlægsaktiver under udførelse		7.172	8.190	12.873
Materielle langfristede aktiver		613.171	637.603	982.188
Langfristede aktiver		617.149	925.395	1.333.243
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer		9.856	14.317	22.301
Varebeholdninger		9.856	14.317	22.301
Tilgodehavender fra salg		103.120	106.658	139.569
Tilgodehavender		108.888	110.873	141.809
Likvide beholdninger		248	26.832	68.422
Kortfristede aktiver		118.992	152.022	232.532
Aktiver		736.141	1.077.417	1.565.775

Balancen for 2014 er fortsat en sammenstilling, så den samlede balance er under CataCaps hidtidige ejerskab vokset med 113 %, primært som følge af de to yderligere akquisitioner men samtidig også en markant udvidelse af udlejningsmateriel. Uden indregning af aktiver fra tilkøb har selskabet investeret i udlejningsmateriel for næsten 200 mio. kr., og til dette skal lægges de samlede afskrivninger på ca. 300 mio. kr. Der er altså ingen tvivl om, at de fornyede kræfter anvendes til at geare forretningen til vækst. Præcist det argument som de tidligere ejere angiv som værende årsag til salget. Aktivering af goodwill og software er sket ved opkøb, og øvrige poster på aktivsiden reflekterer den øgede vækst.

Uddrag af Passiver, se bilag 5 for fuld balance

Passiver (Koncernen)				
	t.DKK	2014	2015	2016
EGENKAPITAL				
Selskabskapital		21.330	4.407	4.955
Overført overskud/overført resultat		216.399	400.757	509.329
Egenkapital for moderselskabets aktionærer		237.729	405.164	514.284
Soliditet		32,3%	37,6%	32,8%
Udskudt skat		52.291	51.901	69.831
Kreditinstitutter		56.009	237.818	300.416
Leasingforpligtigelser		164.256	203.572	265.606
Langfristede forpligtelser		295.627	513.291	635.853
Kortfristet del af langfristet gæld		95.163	67.812	285.446
Leverandørgæld		42.172	61.058	70.269
Anden gæld		24.983	17.397	43.990
Kortfristede forpligtelser		202.785	158.962	415.638
Forpligtelser		498.412	672.253	1.051.491
Passiver		736.141	1.077.417	1.565.775

Fusionen og kapitaliseringen i forbindelse hermed bragte soliditetsgraden på tilfredsstillende niveau af 37,5 %, men den finansierte balanceforøgelse har sat soliditetsgraden under pres og er nu tilbage på 2014 niveau. Niveauet er dog fortsat acceptabelt. Den rentebærende gæld stiger, og især den kortfristede del af den langfristede gæld er vokset markant. Hele 285 mio. kr. står for at skulle indfries i 2017. Likviditetsgraden er alene på 56 %, hvorved de korte aktiver ikke er tilstrækkelige til at indfri denne kortfristede gæld. Selv ved fuld anvendelse af debitorindbetalinger og den likvide beholdning mangles der fortsat ca. 140 mio. kr. Det forventes dog, at der i 2017 skabes tilstrækkelig likviditet til denne nedbringelse. Et andet scenarie kunne være, at der skulle ske en refinansiering af gælden i 2017, omvendt ville det typisk være sket forinden regnskabsaflægning, da den dårlige likviditetsgrad påvirker negativt i forhold til vurdering af selskabet af deres interessenter. Det bemærkes, at leasingforpligtigelser er balanceført, hvorfor der ikke forventes ændringer i forhold til IFRS 16.

Værdiansættelse DCF

Reformulering

Værdiansættelsen tager udgangs punkt i reformulerede historiske tal for at rense tallene for alt, der ikke er core drift samt indregne skatteeffekten.

Reformuleret resultatopgørelse	Sammenstilling					Realiseret	
Klassific.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Core nettoomsætning					535.000	643.723	862.862
Core driftsomkostninger					-393.414	-485.257	-617.897
EBITDA	78.857	92.336	108.975	124.349	141.586	158.466	244.965
Afskrivninger	-107.967	-78.672	-81.051	-86.251	-100.245	-119.594	-187.194
EBIT (Core driftsoverskud fra salg, før skat)	-29.110	13.664	27.924	38.098	41.341	38.872	57.771
Skat på EBIT	20.920	6.397	479	-1.234	-396	-10.258	-10.861
NOPAT (Core driftsoverskud fra salg, efter skat)	-8.190	20.061	28.403	36.865	40.945	28.614	46.910
Core andet driftsoverskud, efter skat	1.574	4.738	336	0	0	11.525	13.432
Permanent driftsoverskud, efter skat	-6.616	24.799	28.739	36.865	40.945	40.139	60.342
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	-17.161	-13.654	-11.544	-11.381	-9.145	-10.621	-17.301
Totalindkomst til ordinære aktionærer	-23.777	11.146	17.195	25.484	31.799	29.518	43.041

Reformuleringen har til hensigt at beregne Net Operating Profit After Tax (NOPAT), som er det driftsmæssige overskud efter skat. Fra et negativt niveau på -8,2 mio. kr. i 2010, som primært skyldtes store afskrivninger, er NOPAT steget løbende i hele perioden. Der er ikke sket mange korrektioner, da aktiviteterne i G.S.V. alene er core aktiviteter. Dog kan posten ”anden indkomst”, som er fortjeneste i forbindelse med frasalg af materiel, vælges placeret flere steder. Det kan her diskuteres, om denne indtjening er ekstraordinær, eller om den skal klassificeres som andet driftsoverskud. Det er her vurderet, at posten er tilbagevendende, og således ikke skal klassificeres ekstraordinær. Det vurderes ofte anvendt i denne branche at foretage afskrivninger af materiellet, der er hurtigere end værdiforringelsen. Dette medfører en udskydelse af beskatningen, indtil aktivet sælges.

Skatteallokering – se bilag 6 for fuld opgørelse

Skatteallokering (koncernen)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattesats	25%-22%	25%	25%	25%	25%	24,5%	23,5%	22%
Skat af årets resultat								
Skat af årets resultat		15.200	1.846	-3.369	-5.027	-3.364	-9.980	-11.952
Skattefordel på core netto finansielle omkostninger		5.720	4.551	3.848	3.794	2.968	3.263	4.880
Samlet skat på driftsoverskud		20.920	6.397	479	-1.234	-396	-6.717	-7.072
Skat allokert til core andet driftsoverskud		0	0	0	0	0	-3.540	-3.788
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)		20.920	6.397	479	-1.234	-396	-10.258	-10.861
Effektive skatteprocent på EBIT		71,9%	46,8%	1,7%	-3,2%	-1,0%	-26,4%	-18,8%

De store negative resultater i 2010 og årene før har sammen med løbende reguleringer i udskudt skat og ændrede selskabsskattesatser medført en effektiv skatteprocent over årene til og med 2014, der ikke har oversteget 3,2 %. Efter fusionen er den effektive skat steget til ”normale” niveauer med en selskabsskat på 23,5 % i 2015 og 22 % i 2016.

D	Drift
AA	AnlægsAktiv
AK	ArbejdsKapital
DF	DriftsForpligtigelse
F	Finansiering
FF	Fin. Forpligtigelse
FA	Fin. Aktiv
A	Allokeres til forsk. steder

Ved reformulering af balancen er alle aktiver og passiver klassificeret enten som "D" et aktiv som anvendes for at kunne skabe den ordinære indtjening i virksomheden. Underposterne hertil er "AA" som er anlægsaktiver, altså lange aktiver nødvendig for driften. "AK" er arbejdskapital som for eksempel debitorer eller varelager.

Hertil kommer "DF" som både kan være lange eller korte driftsforpligtigelser.

"F" er en finansiell post, som ikke er nødvendig for at kunne opretholde driften.

Underklassificeringerne "FF" og "FA" er henholdsvis finansielle forpligtigelser og finansielle aktiver, uanset om disse er korte eller lange.

"A" er med, da enkelte poster kan klassificeres både som drift eller finansiell, hvorfor der kan være behov for opdeling heraf. Eneste eksempel i denne virksomhed er likvider, som beskrevet senere.

Reformuleret resultatopgørelse

	t.DKK	Kl.	2013	2014	2015	2016
Software	D	AA	0	0	0	9.464
Goodwill	D	AA	2.345	2.217	284.718	336.417
Immaterielle langfristede driftaktiver			2.345	2.217	284.718	345.881
Udlejningsmateriel	D	AA	497.399	593.369	614.055	950.282
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	D	AA	17.257	12.630	15.358	19.033
Materielle anlægsaktiver under udførelse	D	AA	554	7.172	8.190	12.873
Materielle langfristede driftaktiver			515.210	613.171	637.603	982.188
Udskudt skat	D	DF	51.701	52.291	51.901	69.831
Langfristede driftsforpligtigelser			51.701	52.291	51.901	69.831
Netto anlægskapital			465.854	563.097	870.420	1.258.238

Ved reformulering af de langfristede aktiver er det alene udskudt skat, der er defineret som langfristet driftsforpligtigelse.

Uddrag af reformuleret balance – se bilag 7 for fuld balance.

	<i>t.DKK Kl.</i>	2013	2014	2015	2016
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	D AK	12.531	9.856	14.317	22.301
Tilgodehavender fra salg	D AK	86.334	103.120	106.658	139.569
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	D AK	4.685	4.415	2.827	1.615
Kortfristede driftaktiver		106.111	118.744	125.190	164.110
Del af likvide beh. Allok. Til drift (max. 1% af Res.)	D A/K	222	248	6.437	8.629
Andre kortfristede driftaktiver		222	248	6.437	8.629
Arbejdskapital (=WC)		106.333	118.992	131.627	172.739
Leverandørgæld	D DF	35.145	42.172	61.058	70.269
Selskabsskat (som DF)	D DF	0	3.290	12.695	15.898
Anden gæld	D DF	24.435	24.983	17.397	43.990
Kortfristede driftforpligtelser		61.928	70.850	91.150	130.157
Netto arbejdskapital (=NWC)		44.405	48.142	40.477	42.582
Netto driftsaktiver (= NDA = IC)		510.259	611.239	910.897	1.300.820

De korte aktiver modregnes korte driftsforpligtelser, hvorved nettoarbejdskapital eller Net Working Capital NWC findes. Der er ikke observeret store udsving i NWC trods stor omsætningsfremgang. G.S.V. Holding kan altså fastholde forholdet mellem betalingsbetingelser for debitorer og leverandører, som er de to største enkeltposter i beregningen af NWC.

Bemærk her at alene likvider op til 1 % af omsætningen er medtaget her²⁷. Årsagen hertil er en antagelse af, at ordinær drift af selskaber kræver op til ca. 1 % af omsætningen i likvider. Likvid beholdning herover, bør allokeres som et finansielt aktiv. Inden allokering bør det dog undersøges om den likvide beholdning evt. skyldes forudbetalinger, og således skal fastholdes som driftsaktiver. Efter beregning af nettoanlægskapital og NWC er summen af disse lig samlede nettodriftsaktiver (NDA) også kaldet Invested Capital (IC). Formålet med hele reformuleringen er at beregne netop NDA, idet NDA er de aktiver, der er indskudt i virksomheden, og som skal skabe tilfredsstillende afkast i kapitulyderne. NDA kan enten være finansieret af egenkapital eller fremmedkapital. Minimumsafkastkravet til NDA defineres som WACC.

²⁷ Ole Sørensen 2012.

Uddrag af reformuleret netto finansielle forpligtigelser – se bilag 8

t.DKK			2013	2014	2015	2016
Likvide beholdn. Allok. Til fin. (Livk-0,01*Oms)	D	FA	0	0	20.395	59.793
Finansielle aktiver			2.005	1.761	23.469	64.967
Realkreditinstitutter	F	FF	0	0	0	0
Kreditinstitutter	F	FF	66.499	56.009	237.818	300.416
Leasingforpligtigelser	F	FF	106.055	164.256	203.572	265.606
Gæld tilknyttede virksomheder	F	FF	33.795	23.071	20.000	0
Kortfristet del af langfristet gæld	F	FF	81813	95163	67812	285446
Kreditinstitutter	F	FF	28575	36772	0	35
Finansielle forpligtigelser			316.737	375.271	529.202	851.503
Netto finansielle forpligtigelser			314.732	373.510	505.733	786.536
Egenkapital for moderselskabets aktionærer			195.527	237.729	405.164	514.284
Samlet finansiering (=IC)			510.259	611.239	910.897	1.300.820

Det væsentligste aktiv der klassificeres som finansiell er den andel af likvider der overstiger 1 % af nettoomsætningen. ”Gæld tilknyttede virksomheder” kunne være en mellemregning i forbindelse med handel, og burde således klassificeres som driftsforpligtigelse, men da posten er langfristet, og i 2014 er sælgerfinansiering klassificeres det som rentebærende gæld. Som kontrol af korrekte beregninger sikres det at NDA er lig NFF+egenkapital, og dette stemmer i alle år.

Budgettering

DCF værdiansættelsesmetoden tager udgangspunkt i en defineret budgetperiode, hvor der gøres antagelser om driftens udvikling baseret på forudsætninger. Forudsætningerne i denne værdiansættelse tager udgangspunkt dels i analysen af den historiske udvikling med høj vægt på 2015 og 2016, som er efter fusionen. Herudover estimeres en række synergieffekter som valuedrivere, hvortil det vurderes, om disse helt eller delvist allerede er opnået i de aflagte regnskaber.

Synergier

Synergieffekter sker efter en overordnet antagelse om at $V_{G.S.V. Holding} > V_{G.S.V.} + V_{Pitzner}$ altså at værdien af den samlede selskab overstiger summen af værdien af de to separate selskaber.

Effektivitet: Som beskrevet i Pitzner case, havde de opbygget et system til at øge effektiviseringen. Systemet giver fuldt overblik over kundernes købsmønstre, og hvorvidt kunderne er lønsomme. Materiellets udlejningsprocent og overskud kan nøje monitoreres, og udlejningsmateriel uden tilfredsstillende afkast kan sælges, såfremt det ikke er en nødvendighed at beholde. Systemet var medvirkende til, at Pitzner øgede sin EBITDA margin fra 27,9 % til 30,3 % på ét år. G.S.V.’s EBITDA margin var kun 23,2 % til sammenligning. Naturligvis spiller produktmix også ind her.

G.S.V. Holding har i de to første årsregnskaber præsteret EBITDA margin på 27 % i 2015 og 30,4 % i 2016 og altså allerede her på niveau med Pitzners margin. I slutningen af 2015 blev Jimmy Drevfors ansat som ny CFO, og han har fået til opgave at integrere G.S.V. og Pitzners økonomi og styringssystemer²⁸. I budgetteringen tages der udgangspunkt i, at denne løbende forbedring kan fastholdes i budgetperioden.

Personaleomkostninger: Før opkøbet kunne G.S.V.'s lønomkostninger i % af omsætningen beregnes til omkring 13 %, hvorimod Pitzners var omkring 27 % og således markant højere. I det fusionerede selskab er der realiseret 16,9 % i 2015 og 20,9 % i 2016 som følge af opkøb af Bramsnæs og Bilsby med højere gennemsnitlige lønomkostninger som beskrevet. Det antages endvidere, at løn til administration kan nedbringes som følge af én samlet administration. Endvidere forventes der besparelser som følge af færre ledere i koncernen.

Geografisk placering: Baseret på hvor henholdsvis G.S.V. og Pitzner havde deres afdelinger før fusionen, og hvor G.S.V. har afdelinger i dag, ses det ikke, at der er sket reduktion i afdelinger.

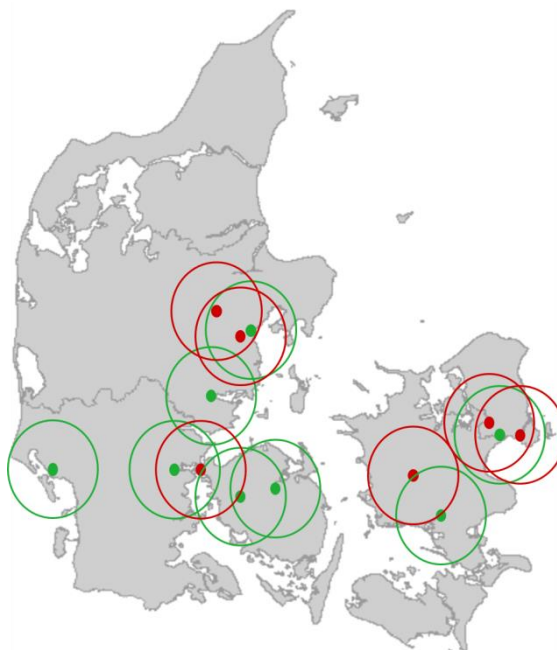


Fig. 10 – Egen tilvirkning

Som vist på denne figur ligger flere af G.S.V.'s afdelinger meget tæt på hinanden. Ringene rundt om de forskellige afdelinger viser omtrentlig en 20 km radius. Umiddelbart vurderes det, at der er tre afdelinger, hvor der er så meget overlap, at nedlæggelse af afdelingen vil give mening. I Storkøbenhavn lå begge hovedsæder i henholdsvis Hedehusene og Ishøj. Det fortsættende G.S.V. har hovedsæde i Hedehusene, hvor der er større mulighed for udvidelse, end der er i Ishøj²⁹, hvorfor

²⁸ <http://www.G.S.V..dk/ny-cfo-hos-G.S.V./>

²⁹ Baseret på google satellitbilleder.

denne afdeling kunne lukkes/flyttes til Hedehusene. Senest opkøbte Bilsby ligger også i Hedehusene blot få hundrede meter fra G.S.V., men på den anden side af en tilkørsel til motorvejen. Bramnæs var placeret i Kirke Hyllinge og ligner en nedlagt landejendom med en stor hal til materiel, denne vurderes også at kunne flyttes til Hedehusene eller alternativt til Sorø/Ringsted afdelingen. I trekantsområdet er der i dag både afdelinger i Middelfart og Kolding, hvor det klart synes at være Fredericia, der er den største afdeling og med de bedste udvidelsesmuligheder. Længere oppe i Jylland er der i dag tre afdelinger i og uden for Århus, det er her antagelse af én af disse tre kan nedlægges og flyttes til en af de andre afdelinger.

Alt i alt vurderes 3-4 afdelinger at kunne flyttes til andre afdelinger. Det kan dog ikke udelukkes, at nogle fastholdes som følge af en specialisering i for eksempel modulvognsbyggeri eller andet.

Udlejningsmateriel: Ved fusion af disse i alt fire virksomheder antages det, at der er et overlap af materiel, som er nødvendig at have i kataloget, men som ikke har en høj udlejningsprocent. Sammenholdt med store porteføljer af materiel, især fra Pitzner delen, forventes en tilpasning af udlejningsmateriellet i de kommende år.

Budget

Resultatopgørelse	Realiserede tal				Budgetterede tal										
				Synergi											
t.DKK	2015	vækst	2016	vækst	2017		2018		2019		2020		2021		2022
Nettoomsætning	643.723	34%	862.862	3,0%	888.748	3%	915.410	3%	942.873	3%	971.159	3%	1.000.294	3%	1.030.302
-Direkte omkostninger	-308.835	18%	-365.812	42%	-373.274	42%	-384.472	42%	-396.006	42%	-407.887	42%	-420.123	42%	-432.727
-Andre omkostninger	-67.757	6%	-71.872	8,3%	-73.766	8,0%	-73.233	7,2%	-67.887	7,7%	-74.779	8,0%	-80.023	8,3%	-85.515
-Personale omkostninger	-108.665	66%	-180.213	20%	-177.750	19%	-173.928	18%	-169.717	17%	-165.097	17%	-170.050	17%	-175.151
EBITDA	158.466	55%	244.965		263.958		283.777		309.262		323.396		330.097		336.909
EBITDA Margin	24,6%		28,4%		29,7%		31,0%		32,8%		33,3%		33,0%		32,7%
Frasalg af materiel i forhold til NDA	15.065	14%	17.220	1,3%	17.597	1,0%	13.273	0,5%	6.600	0,5%	6.798	0,5%	7.002	0,5%	7.212
Af- og nedsk. af mat. anlægsaktiver	-105.594	60%	-169.094	-19%	-173.632	-19%	-177.123	-19%	-179.580	-19%	-185.511	-19%	-191.619	-19%	-197.911
Afskrivning af goodwill	-14.000		-18.100		-18.100		-18.100		-18.100		-18.100		-18.100		-18.100
EBIT	53.937	39%	74.991		72.226		88.554		111.582		119.785		120.378		120.898
NOPAT	28.614	64%	46.910		56.336		69.072		87.034		93.432		93.895		94.301
OG	4,4%		5,4%		6,3%		7,5%		9,2%		9,6%		9,4%		9,2%
NDA	910.897	43%	1.300.820	150%	1.333.122	145%	1.327.345	140%	1.320.022	140%	1.359.622	140%	1.400.411	140%	1.442.423
AOH	0,71		0,66		0,67		0,69		0,71		0,71		0,71		0,71

Budgetteringen er ikke udarbejdet, som det for eksempel ville være udarbejdet af G.S.V. selv. For ikke at lave et fuldt budget med efterfølgende reformulering til brug for værdiansættelse er strukturen udarbejdet som vist ovenfor. Der beregnes fortsat EBIDTA som et nominelt tal til brug for LBO værdiansættelsen. Resultatopgørelsen budgetteres post for post indtil EBITDA, hvorefter dennes margin beregnes for kontrol med historiske marginer. Efterfølgende beregnes de nødvendige drivere for værdiansættelsesmodellen, NOPAT, OG, AOH og NDA direkte primært baseret på udviklingen i nettoomsætning.

Nettoomsætningen budgetteres alene med en omsætningsstigning på 3 %. Denne vækst er lavere end tidligere år, men på niveau med den organiske vækst der er opnået i G.S.V. i 2016.

Direkte omkostninger er alle de variable omkostninger, der stammer fra udlejning af materiel, opførelse af moduler, beboelsesvogne eller andet. Dette niveau er holdt fladt på 42 % af nettoomsætningen, som er niveauet opnået i 2016.

Andre omkostninger er faste omkostninger i koncernen. Herunder blandt andet husleje. Som beskrevet forventes nogle af afdelingerne nedlagt. Dette er endnu ikke sket, men forventes at ske her i 2017 med effekt fra 2018. Niveauet for faste omkostninger er holdt fast på omkring 73 mio. kr., hvorefter der er indarbejdet en besparelse på ca. 5 mio. kr., som stammer primært fra huslejereduktion. Alle ejendomme er lejede, og det antages, at værdien af dem, der nedlægges, må være i omegnen af 45 mio. kr. Dette er dels baseret på oplysninger i Pitzner Domicil ApS, som overtog alle ejendommene før fusionen, dels markedskendskab. Denne værdi modsvarer en nettohusleje på ca. 3,4 mio. kr., hvis der antages en forrentningsprocent på 7,5 %. Denne fastholdelse af niveau for faste omkostninger antages ikke at kunne fortsætte, hvorfor niveauet stiger en smule til niveauet, målt i % af omsætning som i 2016.

Personaleomkostninger udgør 20 % af 2016-omsætningen, men dette niveau antages at nærme sig niveauet for 2015 på 17 % i 2020. Det er vurderet, at den negative udvikling fra 2015 til 2016 skyldes opkøb, og at det er muligt at komme tilbage til det niveau, der var i 2015. Nøgletallet er baseret på en stigende nettoomsætning, hvorfor ordinære lønstigninger kan indeholdes i det nominelle beløb. EBITDA marginen for 2016 er beregnet til 28,4 % og således ikke overensstemmende med EBITDA marginen på 30,4 % som beskrevet tidligere. Dette skyldes, at budgettet er det reformulerede budget, og at sekundær indtjening relateret til frasalg af aktiver til over bogført værdi indarbejdes efter EBITDA. EBITDA marginen beregnes til at stige fra 28,4 % i 2016 (realiseret niveau) til 32,7 % i 2022. Dog beregnes marginen at stige til et max på 33,3 % i 2020, og falder herefter svagt som følge af stigningen i de faste omkostninger som beskrevet.

Frasalget af materiel er sat i forhold til NDA og udgjorde i 2016 17,2 mio. kr. Det forventes ikke, at denne oprydning og frasalg af materiel kan fortsætte. Niveauet fastholdes dog i 2017, da der forventes frasalg af materiel for opkøbte selskaber. Niveauet budgetteres i årene herefter til at falde til 0,5 % af NDA svarende til ca. 6-7 mio. kr. årligt, idet der fremadrettet løbende sker udskiftning af materiellet.

Afskrivningerne deles op i af- og nedskrivninger af materielle anlægsaktiver og afskrivning af goodwill. Dette sker, da goodwill jf. revisors beskrivelse af anvendt regnskabspraksis sker som en lineær afskrivning over 20 år. Denne er således ikke afhængig af omsætningens udvikling eller balancens størrelse, hvorfor denne blot afskrives med en 20/del årligt. Den meste præcise estimering af afskrivninger vil være, at sætte disse i forhold til de materielle anlægsaktiver.

t.DKK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Materielle anlægsaktiver baseret på NDA	637.603	982.188	1.006.578	1.002.216	996.687	1.026.587	1.057.385	1.089.106
Materielle anlægsaktiver baseret på omsætning	637.603	982.188	1.011.654	1.042.003	1.073.263	1.105.461	1.138.625	1.172.784
Materielle anlægsaktiver gennemsnit	637.603	982.188	1.009.116	1.022.110	1.034.975	1.066.024	1.098.005	1.130.945

Derfor er ovenstående beregning lavet, hvor de materielle anlægsaktiver sættes i forhold til to forskellige enheder, som budgetteres. Da der er en lille forskel i størrelsen heraf anvendes gennemsnittet. Niveaue for afskrivning ender derfor på 19 % af det beregnede gennemsnit baseret på det realiserede niveau for 2016.

EBIT kan så beregnes, da alle forudsætninger herfor er tilstede. NOPAT som er EBIT fratrukket skat herpå, beregnes med baggrund i den ordinære selskabsskatteprocent på 22 %.

Med NOPAT beregnet kan OG beregnes.

For at beregne AOH er det nødvendigt at budgettere NDA udviklingen. Denne antages at følge nettoomsætningen, hvorfor niveauet herfor er beregnet for 2016. Denne udgør 150 % af omsætningen. Som følge af den beskrevne optimering af effektiviteten i materieludlejning og nedbringelse af aktiver ved frasal, forventes AOH at stige. Forbedringen sker ved at lade NDA udgøre 145 % af 2017 omsætningen og 140 % af 2018 omsætningen. Herved forbedres AOH til 0,71, og dette niveau fastholdes. Til sammenligning har G.S.V. før fusionen haft en AOH på omkring 1, og Pitzner en stigende tendens hvor niveauet 0,79 blev nået i året inden fusionen. Dette budgetterede niveau vurderes således konservativt og opnåeligt.

WACC

Udgangspunktet for at beregne Weighted Average Cost of Capital (WACC) er at beregne afkastkravet for både egenkapital og fremmedkapital og vægte disse med fordelingen. (Se bilag 9 for detaljer)

Fordelingen af finansiering af NDA er ca. EK/FK forhold på afrundet 40/60, og kunne tolkes som lidt konservativ i denne fusion. Som finansieringskilde til G.S.V./Pitzner opkøbet er der, i modsat mange andre gearede opkøb, nogle reelle aktiver, der kan tages sikkerhed i. Det ses blandt andet, at den samlede gæld, der optages til finansiering af transaktionen, kan holdes inden for værdien af udlæningsmateriel med en Loan to Value (LtV) på 83 %. Det må forventes, at den finansielle due diligence har sandsynliggjort, at værdien af materiellet er til stede. Andre typer af finansierede opkøb kunne være rene servicevirksomheder, hvor der efter transaktionen ikke er væsentligt andre aktiver end netop goodwill. Og i et sådan scenarie er långivere alt andet lige langt mere afhængige af, at indtjeningsscenarierne realiseres, da der ikke er aktiver, der kan skabe en exit i en given nedbrudssituation. En anden begrænsning på gearingen i transaktionen kan være, at der skal kunne genereres likviditet til afdrag af gæld for finansiering af goodwill indenfor typisk 5-6 år. En så

anlægstung balance, som dette opkøb har, kræver endvidere en vis allokering af likviditet til Capex. De sidste to år har brutto capex ligget på mellem 170 mio. kr. og 180 mio. kr. Idet 240 mio. kr. af gælden er akkvisitionslån med afvikling over 5-6 år typisk, blev vægtningen af EK/FK over tid undersøgt. Ved en alt andet lige betragtning omkring balancens størrelse mv. ville EK/FK forholdet ændre sig fra 40/60 til 60/40, hvorved WACC over perioden ville stige fra 4,54 % til 5,56 %. Stigningen i WACC vil isoleret set betyde en negativ ændring i værdien af selskabet på 137 mio. kr. en ikke uvæsentlig forskel. Denne model blev dog forkastet i processen, dette primært med baggrund i PE ejerskabet. PE fonde ønsker ofte en høj gearing af deres selskaber. Dette skyldes det lavere afkastkrav fra fremmedkapital i forhold til egenkapital. Endvidere giver renteskatteskjoldet en forstærkende positiv virkning på værdien som følge af den lavere WACC. Teorien herom er formuleret ved Miller og Modigliani³⁰, som beskrev kapitalstrukturteorien ved tre scenarier. Scenarie 1: Uden skat og uden konkursomkostninger: Her er kapitalstrukturen irrelevant, idet en kroners yderligere billig gæld, medfører tilsvarende stigning i egenkapitalafkastkrav. Dette skyldes at fremmedkapital skal serviceres forinden egenkapital. I scenarie 2 introduceres skat, hvorved renteudgifter skaber et skatteskjold. Og med antagelse om at der ingen konkursomkostninger er, tilsiger teorien, at gældsandelen burde være så tæt på 100 % som muligt. I scenarie 3 hvor der foruden skat også introduceres konkursomkostninger, skabes der en verden, hvor gældsoptagelse når et punkt, hvor én kroners mere gæld gør, at afkastkravet til fremmedkapitalen overstiger afkastkravet til egenkapitalen, og WACC derfor stiger igen. Se illustration.

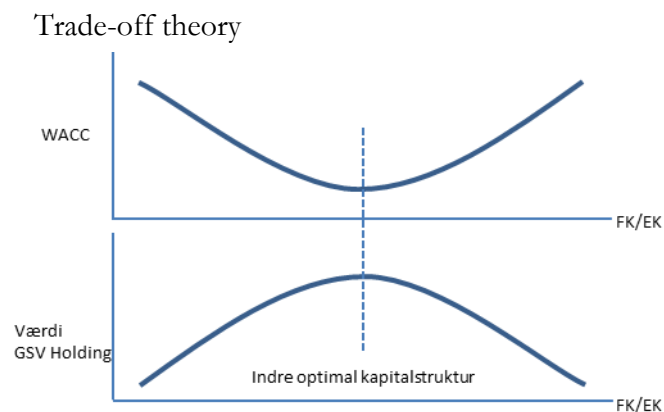


Fig 11 – Egen tilvirkning

Punktet, hvor der opnås den laveste WACC, betegnes den indre optimale kapitalstruktur. Og værdien er her på sit højeste. Den indre optimale kapitalstruktur kan ikke beregnes via formler, idet mange subjektive faktorer spiller ind. Konkursomkostninger kendes ikke på forhånd, og disse kan

³⁰ Ole Sørensen – 2012:

varierte, alt efter hvor let realisable aktiverne er. Den øgede finansielle risiko medfører øget afkastkrav på fremmedkapitalen, men cut-off værdier for hvornår og hvor meget afkastkravet ændrer sig kan variere meget fra finansieringskilde til finansieringskilde. Slutteligt vil afkastkravet til egenkapital naturligvis også stige som følge af en øget gearing af beta, men også her kan egenkapitalejerne have subjektive holdninger i forhold til gearingen af kapitalstrukturen.

Noget som der ikke ofte har været fokus på ved de forskellige kilder og ved undervisning i kapitalstruktur teori er, at forudsætningen for at kunne udnytte skatteskjoldet er, at der skabes positiv drift således, at der er mulighed for at udnytte fradraget af renteskatteskjoldet.

Disse opstillede verdener virker måske irrelevante, da disse ikke kan genskabes ude i den "virkelige verden", men trods det undervises der heri verden over. Forståelsen af den "virkelige verden" opstår netop fordi den "virkelige verden" bryder en eller flere af de opstillede forudsætninger.

Værdiansættelse

			Budgetterede tal						
	Historiske tal		Tal baseret på budgetforudsætninger						Herefter
tDKK	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	
									1,50%
Nettoomsætning udvikling i %	643.723	862.862	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	1,50%
OG salg (efter skat) udvikling i %	4,4%	5,4%	6,3%	7,5%	9,2%	9,6%	9,4%	9,2%	9,2%
Nettoomsætning	643.723	862.862	888.748	915.410	942.873	971.159	1.000.294	1.030.302	1.030.302
DO salg efter skat (NOPAT)	28.614	46.910	56.336	69.072	87.034	93.432	93.895	94.301	94.301
Overskud fra frasalg af materiel	11.751	13.432	13.726	10.353	5.148	5.303	5.462	5.625	5.625
DO i alt efter skat	40.365	60.342	70.062	79.426	92.182	98.735	99.356	99.926	99.926
AOH (ultimo tal)	0,59	0,66	0,67	0,69	0,71	0,71	0,71	0,71	0,71
Nettodriftsaktiver (NDA)	910.897	1.300.820	1.333.122	1.327.345	1.320.022	1.359.622	1.400.411	1.442.423	1.464.060
Årlig tilvækst ΔNDA	299.658	389.922	32.302	-5.777	-7.323	39.601	40.789	42.012	21.636
FCFF=DO-ΔNDA	-259.293	-329.580	37.760	85.202	99.505	59.134	58.568	57.914	78.290
ROIC - (Dosalg/NDA)	3,1%	3,6%	4,2%	5,2%	6,6%	6,9%	6,7%	6,5%	6,4%
ROIC - (Doialt/ NDA)	4,4%	4,6%	5,3%	6,0%	6,9%	7,5%	7,3%	7,1%	6,9%
Netto Finansielle aktiver (NFA)									
RIDO(t)=DO(t)-WACC*NDA(t-1)	11.537	17.381	8.711	16.550	29.579	36.478	35.231	33.877	31.896
WACC		4,716%							
Tilbagediskonteringsfaktor^-1 = (1+Wacc)			1,05	1,10	1,15	1,20	1,26	1,32	
DCFF Tilbagediskonteret			36.059	77.700	86.657	49.179	46.514	43.923	59.377
RIDO tilbagediskonteret			8.318	15.093	25.760	30.337	27.981	25.693	24.191

Værdiansættelse pr 31/12-16		
GSV Holding	DCFF (tkr.)	RIDO (tkr.)
PV FCFF mid 2016 (2017-2022)	340.033	
PV RIDO mid 2016 (2017-2022)		133.182
PV Terminal værdi FCFF mid 2016	1.846.077	
PV Terminal værdi RIDO mid 2016		752.108
Nettodriftsaktiver (NDA)		1.300.820
Enterprise Value mid 2016	2.186.110	2.186.110
Enterprise Value ultimo 2016	2.237.069	2.237.069
Netto finansielle forpligtelser ultimo 2016	-786.536	-786.536
Egenkapital Fair value ultimo 2016	1.450.533	1.450.533

I terminalværdiperioden fastholdes det opnåede niveau fra 2022 tillagt samme vækstrate som omsætningen. Omsætningsvæksten er sat til 1,5 % og er et udtryk for den gennemsnitlige vækst i al evighed. Niveauet herfor kan diskuteres. Sættes niveauet til et niveau over realvæksten i samfundet, vil værdien af virksomheden, idet modellen er uendelig, ende med at være mere værd

end ”markedet”, som jo også vil indeholde selskabet selv, hvilket er et paradoks. Niveauet skal således afspejle den langsigtede vækst i samfundet, og 1,5 % er en ofte anvendt størrelse.

Baseret på DCF værdiansættelsen findes en enterprise value ultimo 2016 på 2.237,1 mio. kr. baseret på de forskellige budgetforudsætninger, som der er argumenteret for i projektet. Fratrækkes NFF findes dagsværdien af egenkapitalen til 1.450,5 mio. kr. Holdt op imod dagsværdien af selskabet ved opkøbet af G.S.V. Holding på 762 mio. kr. bidrager de allerede foretagne tiltag og de budgetterede yderligere tiltag til en værditilvækst på 688,5 mio. kr.

Multiple

For at vurdere dagsværdien fundet ved DCF metoden sammenlignes den beregnede værdi med multiplerne som blev anvendt tidligere fra Ramirent og Cramo.

mio. EUR/DKK	Nettoomsætning		EBITDA		EBIT		Egenkapital		Gæld	
Ramirent	665,2	1,2	169,1	4,9	55,8	14,9	297,6	2,8	187,0	4,4
Cramo	712,3	1,3	253,0	3,8	112,0	8,6	519,7	1,8	344,5	2,8
GSV Holding	862,9	1,7	262,2	5,5	75,0	19,3	514,3	2,8	783,1	1,9
Gennemsnit		1,4		4,7		14,3		2,5		3,0

Bemærk at Ramirent og Cramo er angivet i EUR og G.S.V. Holding er angivet i DKK, dette giver dog ikke udfordringer, idet det alene er multiplerne, der ønskes sammenlignet.

Det ses for Nettoomsætning og EBITDA multiplen, at multiplerne her ligger over Peers. Omvendt ses det også, at de ikke afviger meget mere positivt fra gennemsnits multiplen end den laveste multiple afviger negativt. For egenkapital ligger multiplen på niveau med Ramirent, og i forhold til gæld ses det, at der er væsentlig mere gæld i forhold til markedsværdi end gældende for Peers.

Værdiansættelse LBO

Ved værdiansættelse efter LBO metoden foretages stort set samme analyse som ved DCF værdiansættelsen. Opkøbet af en given virksomhed kan omregnes til en given multiplen baseret på enten seneste realiserede EBITDA, estimeret EBITDA for indeværende år eller en anden multiple. Opkøbet af G.S.V. Holding kunne omregnes til en EBITDA multiple på 6,58x baseret på seneste realiserede EBITDA, som jo var summen af EBITDA fra både G.S.V. og Pitzner. Denne opkøbs multiple anvendes også som exit multiple. På denne måde synliggøres vækstforventninger, og de operationelle forbedringer som er foretaget. Da CataCap har en investeringshorisont på 10 år fra år 2012 for fonden, og selve investeringerne i porteføljeselskaberne forventes at vare 5-7 år beregnes exitværdien på EBITDA for år 2022. Dette er dog 8 år fra 1. opkøb i 2015, men da der er foretaget supplerende akquisitioner siden, sættes exit hertil, hvilket også er udløb af fonden, såfremt denne ikke forlænges. EBITDA i år 2022 er 336,9 mio. kr. og med en multiple på 6,58x findes en LBO værdi på 2.216,9 mio. kr., og altså kun 1 % fra værdien beregnet med DCF metoden. Bemærk dog

hertil at LBO metoden ikke tager hensyn til tidsværdi, og værdien er således ikke tilbagediskonteret, for eksempel med WACC. Denne faktor tages dog i betragtning ved beregning af IRR. Det vides ikke præcist, hvordan IRR er aftalt til at skulle beregnes, om det for eksempel er før eller efter administrationsomkostninger til CataCap. Der tages udgangspunkt i, at IRR beregnes uden hensyntagen til administrationsomkostninger.

Cash flow for investor kan opstilles således:

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
-400	-48	0	0	0	0	1.451

Som vist investeres der 400 mio. kr. indledningsvis i 2015, og yderligere 48 mio. kr. ved kapitalindskud i forbindelse med yderligere opkøb. Der forventes ingen udlodning i investeringsperioden, hvorfor der ikke er cash flow til investorerne før exit. Ved exit modtages dagsværdien af egenkapitalen, beregnes som fremtidig EV fratrukket NNF/NIBD som ved en multiple på 6,58x vil andrage 1.451 mio. kr.

IRR

IRR beregningen viser således en IRR 17,3 %, og således at godt stykke over de lovede 8 % i hele fonden.

For at tydeliggøre tidsværdien ved beregning af IRR er denne opstillet ved at antage, at CataCap helt uden konsekvenser har mulighed for hvert år at sælge virksomheden til en værdi, hvor den opnåede EBITDA ganges med købsmultiplen 6,58x.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA	264,0	283,8	309,3	323,4	330,1	336,9
Multiple 6,58x	1.736,8	1.867,3	2.034,9	2.127,9	2.172,0	2.216,9
NNF	-803	-799	-795	-818	-843	-868
EK Fair value	934,3	1.068,2	1.240,3	1.309,5	1.329,0	1.348,5
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IRR ved exit	46,9%	34,9%	29,8%	24,5%	20,2%	17,3%

Såfremt CataCap havde mulighed for det, ville de skulle sælge G.S.V. allerede i 2017. Dette er nok ikke muligt, men viser at der kan skabes en højere IRR ved at påbegynde salgsprocessen, så snart de synergieffekter, man forventer, er opnået.

Aflønning til CataCaps partnere

Det vil være interessant at beregne, hvilken indtjening partnerne får fra denne investeringscase, dog uden hensyntagen til deres individuelle direkte ejerandele. Det antages, som tidligere beskrevet, at der modtages markedskonform aflønning i form af 2 % i administrations fee og 20 % af afkast over en hurdle rate på 8 %. Der fokuseres isoleret set på G.S.V./Pitzner investeringen, idet der først beregnes afkast i forhold til den samlede exit af fonden. Den gode investering i G.S.V./Pitzner kunne sagtens ødelægges af dårlige investeringer i de andre porteføljeselskaber, som ikke er undersøgt. Overordnet set modtager CataCap 2 % i administrationsfee svarende til 22 mio. kr.

Investorenes investering i G.S.V./Pitzner beløber sig til 448 mio. kr. i alt inkl. seneste opkøb. CataCap ejer som beskrevet kun 39 % (øget fra 36 % efter yderligere akquisitioner) af G.S.V. Holding. Da CataCap har præsteret en IRR over 8 %, skal der beregnes en ekstraordinær aflønning til partnerne. Det antages her, at IRR beregnes inden administrationsfee. Ved brug af målsøgning kan det beregnes, at EV, der netop medfører en IRR på 8 %, er på 765 mio. kr. Investorerne tjener derfor et merafkastet på 584 mio. kr. CataCaps ejerandel heraf udgør 227,8 mio. kr. Partnerne kan således på denne ene investering, under de beskrevne forudsætninger, forvente en samlet gevinst på knap 46 mio. kr. til deling. Omregnet til en årsløn ved en investeringsperiode på 8 år vil de tre partnere få 2 mio. kr. før skat. Deres risiko består dog fortsat i, at hvis samtlige investeringer i fonden ikke giver mere afkast end 8 %, må de ”nøjes” med en årsløn set over den 10 årige periode på 0,73 mio. kr. alene baseret på 2 % administrationsfee af den samlede investerede kapital.

Følsomhedsanalyse

Upside Scenarie

			Budgetterede tal						
	Historiske tal		Tal baseret på budgetforudsætninger						Herefter
tDKK	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	
									1,50%
Nettoomsætning udvikling i %	643.723	862.862	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	1,50%
OG salg (efter skat) udvikling i %	4,4%	5,4%	7,5%	8,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,2%	9,2%
Nettoomsætning	643.723	862.862	906.005	951.305	998.871	1.048.814	1.101.255	1.156.318	1.156.318
DO salg efter skat (NOPAT)	28.614	46.910	67.950	80.861	94.893	99.637	104.619	106.381	106.381
Overskud fra frasalg af materiel	11.751	13.432	13.726	10.353	5.148	5.303	5.462	5.625	5.625
DO i alt efter skat	40.365	60.342	81.676	91.214	100.041	104.940	110.081	112.007	112.007
AOH (ultimo tal)	0,59	0,66	0,71	0,78	0,85	0,90	1,09	1,09	1,09
Nettodriftsaktiver (NDA)	910.897	1.300.820	1.276.064	1.219.622	1.175.142	1.165.349	1.010.326	1.060.842	1.076.754
Årlig tilvækst ΔNDA	299.658	389.922	-24.756	-56.441	-44.480	-9.793	-155.023	50.516	15.913
FCFF=DO-ΔNDA	-259.293	-329.580	106.432	147.656	144.521	114.733	265.104	61.490	96.094
ROIC - (Dosalg/NDA)	3,1%	3,6%	5,3%	6,6%	8,1%	8,6%	10,4%	10,0%	9,9%
ROIC - (Doialt/ NDA)	4,4%	4,6%	6,4%	7,1%	8,2%	8,9%	9,4%	11,1%	10,6%
Netto Finansielle aktiver (NFA)									
RIDO(t)=DO(t)-WACC*NDA(t-1)	11.537	17.381	20.325	31.030	42.519	49.516	55.118	64.356	61.973
WACC		4,716%							
Tilbagediskonteringsfaktor^-1 = (1+Wacc)			1,05	1,10	1,15	1,20	1,26	1,32	
DCFF Tilbagediskonteret			101.639	134.654	125.860	95.418	210.544	46.636	72.880
RIDO tilbagediskonteret			19.409	28.298	37.029	41.180	43.775	48.809	47.002

Værdiansættelse pr 31/12-16		
GSV Holding	DCFF (tkr.)	RIDO (tkr.)
PV FCFF mid 2016 (2017-2022)	714.751	
PV RIDO mid 2016 (2017-2022)		218.499
PV Terminal værdi FCFF mid 2016	2.265.901	
PV Terminal værdi RIDO mid 2016		1.461.333
Nettodriftsaktiver (NDA)		1.300.820
Enterprise Value mid 2016	2.980.652	2.980.652
Enterprise Value ultimo 2016	3.050.131	3.050.131
Netto finansielle forpligtelser ultimo 2016	-786.536	-786.536
Egenkapital Fair value ultimo 2016	2.263.596	2.263.596

I dette upside scenarie lykkes det CataCap at høste synergierne hurtigere end antaget, og samtidig forbedre AOH til samme niveau som Pitzner opnåede før fusionen. Væksten i omsætningen forventes at være 5 % i budgetperioden og uændret 1,5 % i terminal værdien. Ved dette upside scenarie kan EV beregnes til 3.050 mio. kr. og skabe et IRR på 26,4% ved salg i 2022.

Downside Scenarie

			Budgetterede tal						
	Historiske tal		Tal baseret på budgetforudsætninger						Herefter
tDKK	R2015	R2016	B2017	B2018	B2019	B2020	B2021	B2022	
									1,50%
Nettoomsætning udvikling i %	643.723	862.862	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
OG salg (efter skat) udvikling i %	4,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Nettoomsætning	643.723	862.862	875.805	888.942	902.276	915.810	929.547	943.491	943.491
DO salg efter skat (NOPAT)	28.614	46.910	47.293	48.003	48.723	49.454	50.196	50.948	50.948
Overskud fra frasalg af materiel	11.751	13.432	13.726	10.353	5.148	5.303	5.462	5.625	5.625
DO i alt efter skat	40.365	60.342	61.019	58.356	53.871	54.756	55.657	56.574	56.574
AOH (ultimo tal)	0,59	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
Nettodriftsaktiver (NDA)	910.897	1.300.820	1.326.977	1.346.882	1.367.085	1.387.591	1.408.405	1.429.531	1.450.974
Årlig tilvækst ΔNDA	299.658	389.922	26.158	19.905	20.203	20.506	20.814	21.126	21.443
FCFF=DO-ΔNDA	-259.293	-329.580	34.862	38.452	33.668	34.250	34.843	35.448	35.131
ROIC - (Dosalg/NDA)	3,1%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,5%
ROIC - (Doialt/ NDA)	4,4%	4,6%	4,6%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Netto Finansielle aktiver (NFA)									
RIDO(t)=DO(t)-WACC*NDA(t-1)	11.537	17.381	-332	-4.229	-9.653	-9.721	-9.787	-9.852	-10.848
WACC		4,716%							
Tilbagediskonteringsfaktor^-1 = (1+Wacc)			1,05	1,10	1,15	1,20	1,26	1,32	
DCFF Tilbagediskonteret			33.292	35.066	29.320	28.484	27.672	26.885	26.644
RIDO tilbagediskonteret			-317	-3.857	-8.407	-8.084	-7.773	-7.472	-8.228

Værdiansættelse pr 31/12-16		
GSV Holding	DCFF (tkr.)	RIDO (tkr.)
PV FCFF mid 2016 (2017-2022)	180.719	
PV RIDO mid 2016 (2017-2022)		-35.910
PV Terminal værdi FCFF mid 2016	828.390	
PV Terminal værdi RIDO mid 2016		-255.801
Nettodriftsaktiver (NDA)		1.300.820
Enterprise Value mid 2016	1.009.108	1.009.108
Enterprise Value ultimo 2016	1.032.631	1.032.631
Netto finansielle forpligtelser ultimo 2016	-786.536	-786.536
Egenkapital Fair value ultimo 2016	246.095	246.095

I downside scenariet sættes omsætningsvæksten til 1,5 % allerede fra 2017 og frem. OG og AOH fremskrives uden stigning af det niveau, der blev opnået i 2016. Dette scenarie er lidt interessant, for EV, der kan beregnes her, er 1.032,6 mio. kr., og en IRR der er negativ med -8,3 %. At den er negativ skyldes tidsværdien. Det interessante er, at de tiltag, som CataCap allerede har foretaget i 2015 og i 2016 ikke er tilstrækkeligt til at skabe et tilfredsstillende afkast til deres investorer. De skal nødvendigvis skabe yderligere effektiviseringer, og skabe en omsætningsvækst på mere end 1,5 %.

Én-faktor analyse

	Én-faktor analyse				
	-20,0%	-10%	Basis	10%	20%
Omsætningsvækst	2.212	2.224	3,00%	2.250	2.263
OG	1.697	1.967	9,05%	2.507	2.777
AOH	1.759	2.025	0,71	2.410	2.556
WACC	1.738	1.956	4,716%	2.616	3.152
Vækst terminal	2.174	2.204	1,500%	2.273	2.313
			EV 2.237		

Vist mio. kr. idet udviklingen vurderes vigtigere end præcision.

Udarbejdelsen af én-faktoranalysen sker ved at ændre én faktor og lade alt andet være uændret. Output af analysen er den beregnede EV. Formålet med at foretage denne analyse er, at definere hvilke valuedrivere der påvirker værdien af selskabet mest. Især for PE fonde hvor

investeringshorisonten er defineret og tidsbegrænset, kan der være stor værdi i at vide, hvor det bedst kan betale sig at anvendes sine ressourcer på optimering. Som eksempel vil det være ineffektivt at bruge alle sine kræfter på markedsføring og salgsfremstød, hvis omsætningsstigningen ikke påvirker værdien nær så meget som for eksempel OG. I sådanne tilfælde vil det bedre kunne betale sig at fokusere på interne processor og omkostningsbesparelse, da selskabet alt andet lige vil blive mere værd for samme indsats. Det kan naturligvis ikke opgøres så unuanceret, som her beskrevet men man kan med fordel skele til analysen ved fastlæggelse af den fremtidige strategi.

Det skal bemærkes til denne følsomhedsanalyse, at den er forsimplet. Forstået på den måde at alle faktorer påvirkes med et spænd fra -20% forværring til +20% forbedring af faktoren i step af 10%. Den midterste kolonne "basis" er niveauer som budgetteret. I budgettet er for eksempel OG ikke konstant over perioden, og en simulering af hvert enkelt års OG var ineffektivt. Derfor blev der i Excel anvendt målsøgning for at finde netop den gennemsnitlige vækst over perioden, som giver netop samme værdi, som de varierende satser i budgetperioden. De viste værdier i modellen er således ikke direkte at finde i den tidligere værdiansættelsesmodel. Kritik ved denne metode er, at alle faktorer påvirkes med samme % -sats i forhold til udgangspunktet. Dette bevirker, at for eksempel OG, som nominelt er et højere tal end "vækst terminal", opnår et større udsving. Såfremt den interne korrelation mellem de forskellige faktorer kunne beregnes, kunne man med fordel lade de enkelte faktorer påvirke med forskellige % -satser og lade simuleringen være mere præcis. Denne korrelation kendes ikke, og analysen skal derfor ses i lyset at, af den simple version anvendes.

Følsomhedsanalysen af G.S.V. Holdings valuedrivere viser, ikke overraskende, at WACC klart er den driver, der påvirker værdien mest. Bemærk her at da WACC påvirker værdien positivt jo lavere den er, så er skemaet vist med den inverse påvirkning i forhold til de øvrige faktorer. Så hvor alle faktorer stiger med henholdsvis 10 % eller 20 %, så falder WACC tilsvarende.

Ændring i OG har den næsthøjeste påvirkning, hvilket er et godt tegn for CataCaps strategi, da fusionsstrategien primært forsøger at høste fordele og synergier ved sammenlægningen.

Scenarie analyse baseret på én-faktor analysen

	Worst Case Scenarie 1	Down Case Scenarie 2	Base Case Scenarie 3	Improve case Scenarie 4	Best Case Scenarie 5
Omsætningsvækst	2,40%	2,70%	3,00%	3,30%	3,60%
OG	7,24%	8,14%	9,05%	9,95%	10,86%
AOH	0,57	0,64	0,71	0,78	0,85
WACC	5,66%	5,19%	4,72%	4,25%	3,77%
Vækst terminal	1,20%	1,35%	1,50%	1,65%	1,80%
	920	1.510	2.237	3.232	4.775
IRR	-16,10%	7,20%	18,60%	27,90%	37,20%

For at synliggøre den samlede påvirkning af én-faktorernes indvirkning på værdien, beregnes derfor fire scenarier hvor de positive og negative scenarier påvirker værdien samtidig. Følsomheden viser et voldsomt udsving i værdien. Fra en EV på kun 920 mio. kr., til en EV på 4.775 mio. kr.

Interessant er det, at CataCap kan præstere 7,20 % IRR, selv hvis alle faktorer påvirkes negativt med 10 %. Årsagen til at man i dette scenarie kan præstere positivt IRR, når det tidligere beskrevne Down Scenarie havde et negativt IRR, skyldes det primært at OG var væsentligt lavere her. CataCaps succes med fusionen bekræftes endnu en gang at være meget afhængig af, at der skal skabes højere OG end den, der allerede er opnået i 2016 regnskabet.

Konklusion

Projektet her har undersøgt CataCaps opkøb af G.S.V. Materieludlejning A/S og Pitzner Materiel A/S foretaget i 2015 med henblik på fusion. Det er første gang i Danmark, at der i materieludlejningsbranchen har været en fusion af den størrelse. Den strategiske analyse viste et marked, hvor konkurrencesituationen lå et sted mellem fuld konkurrence og oligopol, hvor den største markedsdeltager havde en markedsandel på 10 %.

G.S.V stod for at skulle gennem et generationsskifte og manglede kapital for at realisere et vækstscenarie. Pitzner var en del af et konglomerat med forskelligartede aktiviteter og viste regnskabsmæssige tendenser på forberedelse af salg. CataCap øjnede således en fusionscase.

Hovedspørgsmålet i problemformuleringen var, hvilket afkast CataCap kunne præstere til sine investorer.

	Multiple			DCF - metode		
	EV	EV/EBITDA multiple	Goodwill	EV	EV/EBITDA multiple	Goodwill
GSV	332,7	4,98x	75,2	464,2	6,93x	166
Pitzner	321,6	4,31x	6,8	391,5	5,25x	76,6
I alt	654,3	4,65x	82	855,7	6,04x	242,6
Realiseret jf. regnskab				932,0	6,58x	294,0
Afgivelse fra modelberegninger				8,9%	8,9%	21,2%
Forventet Exit	LBO model			DCF - metode		
	2.216,9	6,58x		2.237,1	6,64x	

Indledende værdiansættelse af de to targetselskaber viste en samlet EV på 855,7 mio. kr. baseret på DCF værdiansættelser. Værdiansættelsen skete baseret på konservative forudsætninger, som primært tog afsæt i deres historiske performance. Den teoretisk beregnede EV afveg alene 8,9 % fra den faktisk erhvervede EV.

Ved brugen af multipler som en simpel værdiansættelse var en delkonklusion i projektet, at multipler som omsætning og EBITDA var tættere på den teoretiske EV fundet via den mere detaljerede DCF analyse, end de øvrige multipler. Konklusionen var, at jo "renere" faktorerne var, jo mere præcise var de i disse tilfælde. Ved multipler baseret på faktorer som EBIT, EBT, egenkapital eller gæld er der risiko for, at disse er opgjort forskelligt for eksempel grundet forskellige regnskabsprincipper.

Exit er defineret til ultimo 2022, og værdien baseret herpå er beregnet både ved DCF analyse, men også baseret på LBO modellen. De to modeller viste værdier, der alene afveg 1 % fra hinanden. DCF modellen viste en EV på 2.237,1 mio. kr. og LBO modellen en EV på 2.216,9 mio. kr. Forskellen er altså kun 20 mio. kr. LBO modellen tog udgangspunkt i, at exit multiplen er lig købsmultiple. En kritik af dette kunne være, at PWC's nytårskur 2016 viste en multiple graf, hvor niveauet herfor svingede over tid. Multiple niveau må alt andet lige også være påvirket af branchens konkurrencesituation, investeringslysten fra industrielle spillere og andre kapitalfonde samt mange andre faktorer. Dette understøttes af en artikel i Børsen fra april 2017³¹, hvor flere kapitalfonde, herunder Industri Udvikling advarer om, at købspriserne er ved at blive for høje, og at der muligvis allerede nu er tale om en prisboble. Senest er det også set, at selskaber, for eksempel restaurantkæden Flammen, som offentligt har annonceret, at de er til salg, har måttet trække sig igen, da der ikke var interesse i markedet³². Såfremt der kan skabes en exit som beregnet med en EV på 2.216,9 mio. kr., ville CataCap skabe et meget tilfredsstillende IRR på 17,3 % til deres investorer. Beregningerne viser også, at jo hurtigere synergierne kan høstes, og jo hurtigere der kan ske exit af investeringen, jo højere IRR opnås. Ved kapitalrejsningen blev der lovet et afkast på 8 %, så set fra det perspektiv har denne ene investering i fonden været god for CataCap. Teoretisk set.

Beregningerne foretaget i projektet er forsøgt holdt konservativt og så tæt på virkeligheden som muligt, og alle forudsætninger er argumenteret for. I følsomhedsanalysen med downside scenariet, blev der i budgettet blot foretaget en fremskrivning af de allerede opnåede synergier og effektiviseringer efter to aflagte årsregnskaber. Denne fremskrivning viste overraskende et negativt IRR på -8,3 %. CataCap er altså endnu ikke i mål med optimeringen, der er fortsat arbejde for dem i at sikre et tilfredsstillende IRR ved exit af investeringen. Umiddelbart ses to muligheder for exit. Enten kan G.S.V. Holding sælges til en stor industriel spiller på markedet eller til en større kapitalfond, som måske har evner og interesse i at ekspandere G.S.V. Holding ud over Danmarks grænser.

Projektet og følsomhedsanalyserne viser med al tydelighed, at værdiansættelse af virksomheder er en subjektiv proces, uanset om der skal vælges sammenlignelige selskaber til en multiple analyse, eller der skal omsættes historiske nøgletal og strategisk analyse til budgettering. Men det er netop essensen af værdiansættelser. Så længe det beskrives, hvilke antagelser der er foretaget, kan modtager sætte disse oplysninger i relief med egen erfaring og viden. Herved kan man gøre op med sig selv, om forudsætningerne vurderes høje, lave eller passende, og vurdere den beregnede værdi i netop det perspektiv.

³¹ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/168171/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7c2oxMT0ia2FwaXRhbGZvbmcQI030>,

³² <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/167450/artikel.html?hl=YToyOntpOjA7c2o3OiJGbGZtbWVuljtpOjI7c2o3OiJmbGZtbWVuljt9>

Kildehenvisninger

Bøger

(Ole Sørensen 2012) ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”. Af Ole Sørensen – 4. udgave 2012.

(FSA) ”Financial Statement Analysis”. Christian V. Petersen og Thomas Plenborg.

(Brealey & Meyers) ”Principles of Corporate Finance” Brealey, Richard A, Meyers, Stewart C, Allen Franklin.

(Valuation) Valuation - Sixth 6. edition – Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels

(Ledelse i praksis) Ledelse i praksis – 3. Udgave 2013 – Hans Jørgen Skriver, Erik Staunstrup og Andreas Kærgård.

Hjemmesider

<https://web.archive.org/web/20140316192115/http://pitzner.dk>

<https://web.archive.org/web/20140317111726/http://www.G.S.V..dk>

<https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica->

[Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf](https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica-Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf)

<http://www.pwc.dk/da/services/deals/post-merger-integration.html>

<http://www.largestcompanies.dk/toplists/danmark/de-storste-virksomheder-malt-pa-omsaetning/industry/udlejning-og-leasing>

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/danish-crown-fusion-med-tican-afblaest>

<http://www.fyens.dk/modules/mobile/article?articleid=2920202>

Regnskaber

- CataCap I K/S – CVR 34885079 – Årsregnskab 2015 -<http://CataCap.dk/wp-content/uploads/2016/06/Årsrapport-2015-CataCap-I-KS-1.pdf>
- CC Tool Invest ApS – CVR 35875824 – Årsregnskab 2015
- G.S.V. Holding A/S - CVR 35875891 - Årsregnskab 2016
- G.S.V. Holding A/S - CVR 35875891 - Årsregnskab 2015
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2016
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2015
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2013/14
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2012/13
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2011/12
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2010/11
- G.S.V. Materieludlejning – CVR 51457528 – Årsregnskab 2009/10
- Pitzner Materiel A/S – CVR 87945928 – Årsregnskab 2014
- Pitzner Materiel A/S – CVR 87945928 – Årsregnskab 2013
- Corona Pitzner A/S – CVR 89698413 – Årsregnskab 2012

- Corona Pitzner A/S – CVR 89698413 – Årsregnskab 2011
- Corona Pitzner A/S – CVR 89698413 – Årsregnskab 2010
- AGJ Pitzner A/S – CVR 88489128 – Årsregnskab 2012
- AGJ Pitzner A/S – CVR 88489128 – Årsregnskab 2011
- AGJ Pitzner A/S – CVR 88489128 – Årsregnskab 2010
- VMC Pitzner A/S – CVR 87945928 – Årsregnskab 2012
- VMC Pitzner A/S – CVR 87945928 – Årsregnskab 2011
- VMC Pitzner A/S – CVR 87945928 – Årsregnskab 2010
- DOV Holding ApS – CVR 35893458 - Årsregnskab 2015

Øvrigt

- Værdiansættelse af virksomheder, Feb. 2016 – PWC
- Danish Venture Capital and Private Equity Association – Kapital Fonde i 2015/16 – Årsskrift om god selskabsledelse i kapitalfonde.
- Danske liv- og pensionsselskabers investeringer i Private equity underperformer aktiemarkedet, af Jesper Nieamann publiceret i Finans/invest 2/12.
- Foredrag af Christian Shin Høegh Andersen fra EQT i ”Private Equity” undervisning 3. november 2016 på CBS.
- <https://www.danicapension.dk/da-dk/Om-Danica-Pension/Presse/Pressemeddelelser/2014/Documents/PressemeddelelseHalvaar2014.pdf>
- <http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>
- <https://youtu.be/bco3F49cw0E> - Deloitte Youtube video omkring IFRS16, Leasing.
- <http://bygge-anlaegsavisen.dk/Sammenlaegning-giver-Danmarks-stoerste-materieludlejer>

Bilag

Bilag 1 – Common Size G.S.V.

Aktiver GSV

t.DKK	2009/10CS		2010/11CS		2011/12CS		2012/13CS		2013/14CS	
LANGFRISTEDE AKTIVER										
Goodwill	0		0		0		0		0	
Immaterielle langfristede aktiver	0		0		0		0		0	
Grunde og bygninger	0		0		0		0		0	
Udlejningsmateriel	165.333	80%	144.323	78%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	11.823	6%	9.757	5%	0	0%	0	0%	0	0%
Materielle anlægsaktiver under udførelse	0	0%	0		0	0%	0	0%	0	0%
Materielle langfristede aktiver	177.156	85%	154.080	84%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Deposita	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Andre kapitalandele	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Andre tilgodehavender	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Finansielle langfristede aktiver	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Langfristede aktiver	177.156	85%	154.080	84%	182.695	83%	185.815	81%	285.897	82%
Råvarer og hjælpemaskiner	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Varer under fremstilling	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Varebeholdninger	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Tilgodehavender fra salg	26.457	13%	28.664	16%	35.265	16%	43.420	19%	62.722	18%
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Selskabsskat (som aktiv)	186	0%	90	0%	46	0%	89	0%	0	0%
Andre tilgodehavender	3.918	2%	1.142	1%	1.516	1%	762	0%	1.285	0%
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Tilgodehavender	30.561	15%	29.896	16%	36.827	17%	44.271	19%	64.007	18%
Likvide beholdninger	49	0%	63	0%	109	0%	103	0%	99	0%
Kortfristede aktiver	30.610	15%	29.959	16%	36.936	17%	44.374	19%	64.106	18%
Aktiver	207.766	100%	184.039	100%	219.631	100%	230.189	100%	350.003	100%

Passiver GSV

	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
EGENKAPITAL										
Selskabskapital	15.328	7%	15.328	8%	15.328	7%	15.328	7%	15.328	4%
Overkurs fra emission	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Opskrivningshenlæggelser	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Reserve for valutakursregulering	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Reserve for sikringstransaktioner	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Overført overskud/overført resultat	1.990	1%	6.421	3%	11.859	5%	23.607	10%	58.577	17%
Foreslået udbytte	0	0%	0	0%	2.000	1%	2.000	1%	0	0%
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	17.318	8%	21.749	12%	29.187	13%	40.935	18%	73.905	21%
Minoritetsinteresser	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Egenkapital	17.318	8%	21.749	12%	29.187	13%	40.935	18%	73.905	21%
Udskudt skat	82	0%	1.736	1%	4.324	2%	9.073	4%	15.350	4%
Realkreditinstitut	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Kreditinstitut	827	0%	330	0%	40	0%	1.500	1%	3.438	1%
Leasingforpligtigelser	105.005	51%	70.275	38%	85.705	39%	86.563	38%	148.079	42%
Anden gæld	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Langfristede forpligtelser	105.914	51%	72.341	39%	90.069	41%	97.136	42%	166.867	48%
Kortfristet del af langfristet gæld	50.194	24%	53.581	29%	55.463	25%	50.574	22%	63.845	18%
Kreditinstitut	14.042	7%	14.300	8%	18.224	8%	12.678	6%	8.846	3%
Leverandørgæld	9.588	5%	13.777	7%	17.401	8%	18.884	8%	25.574	7%
Selskabsskat (som DF)	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	2.947	1%
Gæld tilknyttet virksomheder	3.788	2%	2.361	1%	2.656	1%	2.348	1%	405	0%
Anden gæld	6.922	3%	5.930	3%	6.631	3%	7.634	3%	7.614	2%
Kortfristede forpligtelser	84.534	41%	89.949	49%	100.375	46%	92.118	40%	109.231	31%
Forpligtelser	190.448	92%	162.290	88%	190.444	87%	189.254	82%	276.098	79%
Passiver	207.766	100%	184.039	100%	219.631	100%	230.189	100%	350.003	100%

Bilag 2 – Trendanalyse G.S.V.

Aktiver GSV

	<i>t.DKK</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Grunde og bygninger						
Udlejningsmateriel		100	87	111	112	173
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		100	83	0	0	0
Materielle anlægsaktiver under udførelse						
Materielle langfristede aktiver		100	87	103	105	161
			0			
Langfristede aktiver		100	87	103	105	161
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer						
Varebeholdninger		0	0	0	0	0
Tilgodehavender fra salg		100	108	133	164	237
Tilgodehavender fra associerede virksomheder						
Selskabsskat (som aktiv)		100	48	25	48	0
Andre tilgodehavender		100	29	39	19	33
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.						
Tilgodehavender		100	98	121	145	209
Likvide beholdninger		100	129	222	210	202
Kortfristede aktiver		100	98	121	145	209
Aktiver		100	89	106	111	168

Passiver GSV

	<i>t.DKK</i>	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
EGENKAPITAL						
Selskabskapital		100	100	100	100	100
Overkurs fra emission						
Opskrivningshenlæggelser						
Reserve for valutakursregulering						
Reserve for sikringstransaktioner						
Overført overskud/overført resultat		100	323	596	1.186	2.944
Foreslået udbytte						
Egenkapital for moderselskabets aktionærer		100	126	169	236	427
Udskudt skat		100	2.117	5.273	11.065	18.720
Realkreditinstitutter						
Kreditinstitutter		100	40	5	181	416
Leasingforpligtigelser		100	67	82	82	141
Anden gæld						
Langfristede forpligtelser		100	68	85	92	158
Kortfristet del af langfristet gæld		100	107	110	101	127
Kreditinstitutter		100	102	130	90	63
Leverandørgæld		100	144	181	197	267
Selskabsskat (som DF)						
Gæld tilknyttet virksomheder		100	62	70	62	11
Anden gæld		100	86	96	110	110
Kortfristede forpligtelser		100	106	119	109	129
Forpligtelser		100	85	100	99	145
Passiver		100	89	106	111	168

Bilag 3 – Common Size Pitzner

Aktiver Pitzner

t.DKK	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
LANGFRISTEDE AKTIVER										
Goodwill	0	0%	0	0%	0	0%	2.345	1%	2.217	1%
Immaterielle langfristede aktiver	0	0%	0	0%	0	0%	2.345	1%	2.217	1%
Grunde og bygninger	21.245	4%	14.587	3%	0	0%	0	0%	0	0%
Udlejningsmateriel	353.137	73%	331.941	70%	327.900	74%	311.584	79%	307.472	80%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	23.783	5%	26.045	6%	18.487	4%	17.257	4%	12.630	3%
Materielle anlægsaktiver under udførelse	423	0%	0	0%	0	0%	554	0%	7.172	2%
Materielle langfristede aktiver	398.588	83%	372.573	79%	346.387	78%	329.395	83%	327.274	85%
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Deposita	966	0%	606	0%	801	0%	2.005	1%	1.761	0%
Andre kapitalandele	12.328	3%	15.691	3%	0	0%	0	0%	0	0%
Andre tilgodehavender	0	0%	110	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Finansielle langfristede aktiver	13.294	3%	16.407	3%	801	0%	2.005	1%	1.761	0%
Langfristede aktiver	411.882	86%	388.980	82%	347.188	79%	333.745	84%	331.252	86%
Råvarer og hjælpemaskiner	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Varer under fremstilling	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	18.848	4%	22.345	5%	16.857	4%	12.531	3%	9.856	3%
Varebeholdninger	18.848	4%	22.345	5%	16.857	4%	12.531	3%	9.856	3%
Tilgodehavender fra salg	37.832	8%	48.418	10%	59.434	13%	42.914	11%	40.398	10%
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	10.213	2%	10.384	2%	14.712	3%	134	0%	0	0%
Selskabsskat (som aktiv)	0	0%	0	0%	0	0%	1.303	0%	0	0%
Andre tilgodehavender	1.484	0%	1.555	0%	107	0%	273	0%	68	0%
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	1.275	0%	0	0%	2.548	1%	4.685	1%	4.415	1%
Tilgodehavender	50.804	11%	60.357	13%	76.801	17%	49.309	12%	44.881	12%
Likvide beholdninger	150	0%	132	0%	1.198	0%	119	0%	149	0%
Kortfristede aktiver	69.802	14%	82.834	18%	94.856	21%	61.959	16%	54.886	14%
Aktiver	481.684	100%	471.814	100%	442.044	100%	395.704	100%	386.138	100%

Passiver Pitzner

	2010CS		2011CS		2012CS		2013CS		2014CS	
EGENKAPITAL										
Selskabskapital	11.501	2%	11.501	2%	11.501	3%	6.002	2%	6.002	2%
Overkurs fra emission	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Opskrivningshenlæggelser	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Reserve for valutakursregulering	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Reserve for sikringstransaktioner	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Overført overskud/overført resultat	100.983	21%	93.259	20%	93.940	21%	148.590	38%	157.822	41%
Foreslået udbytte	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	112.484	23%	104.760	22%	105.441	24%	154.592	39%	163.824	42%
Minoritetsinteresser	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Egenkapital	112.484	23%	104.760	22%	105.441	24%	154.592	39%	163.824	42%
Udskudt skat	41.273	9%	39.253	8%	40.019	9%	42.628	11%	36.941	10%
Realkreditinstitut	7.507	2%	7.011	1%	0	0%	0	0%	0	0%
Kreditinstitut	86.471	18%	20.000	4%	18.000	4%	64.999	16%	52.571	14%
Leasingforpligtigelser	0	0%	81.034	17%	77.224	17%	19.492	5%	16.177	4%
Koncernintern gæld	110.311	23%	106.391	23%	99.881	23%	33.795	9%	23.071	6%
Langfristede forpligtelser	245.562	51%	253.689	54%	235.124	53%	160.914	41%	128.760	33%
Kortfristet del af langfristet gæld	9.459	2%	13.672	3%	11.150	3%	31.239	8%	31.318	8%
Kreditinstitut	56.520	12%	28.970	6%	30.350	7%	15.897	4%	27.926	7%
Leverandørgæld	20.320	4%	23.833	5%	35.342	8%	16.261	4%	16.598	4%
Selskabsskat (som DF)	0	0%	0	0%	165	0%	0	0%	343	0%
Gæld tilknyttet virksomheder	15.581	3%	20.126	4%	3.358	1%	0	0%	0	0%
Anden gæld	21.758	5%	26.764	6%	21.114	5%	16.801	4%	17.369	4%
Kortfristede forpligtelser	123.638	26%	113.365	24%	101.479	23%	80.198	20%	93.554	24%
Forpligtelser	369.200	77%	367.054	78%	336.603	76%	241.112	61%	222.314	58%
Passiver	481.684	100%	471.814	100%	442.044	100%	395.704	100%	386.138	100%

Bilag 4 – Trendanalyse Pitzner

Aktiver Pitzner

<i>t.DKK</i>	2010	2011	2012	2013	2014
Grunde og bygninger	100	69	0	0	0
Udlejningsmateriel	100	94	93	88	87
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	100	110	78	73	53
Materielle anlægsaktiver under udførelse	100	0	0	131	1.696
Materielle langfristede aktiver	100	93	87	83	82
Langfristede aktiver	100	94	84	81	80
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	100	119	89	66	52
Varebeholdninger	100	119	89	66	52
Tilgodehavender fra salg	100	128	157	113	107
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	100	102	144	1	0
Selskabsskat (som aktiv)					
Andre tilgodehavender	100	105	7	18	5
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	100	0	200	367	346
Tilgodehavender	100	119	151	97	88
Likvide beholdninger	100	88	799	79	99
Kortfristede aktiver	100	119	136	89	79
Aktiver	100	98	92	82	80

Passiver Pitzner

<i>t.DKK</i>	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
EGENKAPITAL					
Selskabskapital	100	100	100	52	52
Overkurs fra emission					
Opskrivningsshenlæggelser					
Reserve for valutakursregulering					
Reserve for sikringstransaktioner					
Overført overskud/overført resultat	100	92	93	147	156
Foreslået udbytte					
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	100	93	94	137	146
Udskudt skat	100	95	97	103	90
Realkreditinstitutter	100	93	0	0	0
Kreditinstitutter	100	23	21	75	61
Leasingforpligtigelser	100	100	95	24	20
Koncern intern gæld	100	96	91	31	21
Langfristede forpligtelser	100	103	96	66	52
Kortfristet del af langfristet gæld	100	145	118	330	331
Kreditinstitutter	100	51	54	28	49
Leverandørgæld	100	117	174	80	82
Selskabsskat (som DF)					
Gæld tilknyttet virksomheder	100	129	22	0	0
Anden gæld	100	123	97	77	80
Kortfristede forpligtelser	100	92	82	65	76
Forpligtelser	100	99	91	65	60
Passiver	100	98	92	82	80

Bilag 5 - Fuld balance – Aktiver og Passiver

Aktiver (Koncernen)								
	<i>t.DKK Kl.</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
LANGFRISTEDE AKTIVER								
Software								9464
Goodwill	D AA	0	0	0	2.345	2.217	284.718	336.417
Immaterielle langfristede aktiver		0	0	0	2.345	2.217	284.718	345.881
Grunde og bygninger	D AA	21.245	14.587	0	0	0		
Udlejningsmateriel	D AA	518.470	476.264	510.595	497.399	593.369	614.055	950.282
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	D AA	35.606	35.802	18.487	17.257	12.630	15.358	19.033
Materielle anlægsaktiver under udførelse	D AA	423	0	0	554	7.172	8.190	12.873
Materielle langfristede aktiver		575.744	526.653	529.082	515.210	613.171	637.603	982.188
Kapitalandele i associerede virksomheder	D FA	0	0	0	0	0		
Deposita	D FA	966	606	801	2.005	1.761	3.074	5.174
Andre kapitalandele	D FA	12.328	15.691	0	0	0		
Andre tilgodehavender	D FA	0	110	0	0	0		
Finansielle langfristede aktiver		13.294	16.407	801	2.005	1.761	3.074	5.174
Langfristede aktiver		589.038	543.060	529.883	519.560	617.149	925.395	1.333.243
KORTFRISTEDE AKTIVER								
Råvarer og hjælpemaskiner	D AK	0	0	0	0	0		
Varer under fremstilling	D AK	0	0	0	0	0		
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	D AK	18.848	22.345	16.857	12.531	9.856	14.317	22.301
Varebeholdninger		18.848	22.345	16.857	12.531	9.856	14.317	22.301
Tilgodehavender fra salg	D AK	64.289	77.082	94.699	86.334	103.120	106.658	139.569
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	D AK	10.213	10.384	14.712	134	0		31
Selskabsskat (som aktiv)	D AK	186	90	46	1.392	0	273	141
Andre tilgodehavender	D AK	5.402	2.697	1.623	1.035	1.353	1.115	453
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	D AK	1.275	0	2.548	4.685	4.415	2.827	1.615
Tilgodehavender		81.365	90.253	113.628	93.580	108.888	110.873	141.809
Likvide beholdninger	D AK	199	195	1.307	222	248	26.832	68.422
Kortfristede aktiver		100.412	112.793	131.792	106.333	118.992	152.022	232.532
Aktiver		689.450	655.853	661.675	625.893	736.141	1.077.417	1.565.775
Passiver (Koncernen)								
	<i>t.DKK</i>	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EGENKAPITAL								
Selskabskapital	F EK	26.829	26.829	26.829	21.330	21.330	4.407	4.955
Overkurs fra emission	F FF	0	0	0	0	0		
Opskrivningshænlæggelser	F FF	0	0	0	0	0		
Reserve for valutakursregulering	F FF	0	0	0	0	0		
Reserve for sikringstransaktioner	F FF	0	0	0	0	0		
Overført overskud/overført resultat	F FF	102.973	99.680	105.799	172.197	216.399	400.757	509.329
Foreslået udbytte	F FF	0	0	2.000	2.000	0		
Egenkapital for moderselskabets aktionærer		129.802	126.509	134.628	195.527	237.729	405.164	514.284
Minoritetsinteresser	F	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital		129.802	126.509	134.628	195.527	237.729	405.164	514.284
Soliditet		18,8%	19,3%	20,3%	31,2%	32,3%	37,6%	32,8%
Udskudt skat	D DF	41.355	40.989	44.343	51.701	52.291	51.901	69.831
Realkreditinstitut	F FF	7.507	7.011	0	0	0		
Kreditinstitut	F FF	87.298	20.330	18.040	66.499	56.009	237.818	300.416
Leasingforpligtigelser	F FF	105.005	151.309	162.929	106.055	164.256	203.572	265.606
Gæld tilknyttede virksomheder	F FF	110.311	106.391	99.881	33.795	23.071	20.000	0
Langfristede forpligtelser		351.476	326.030	325.193	258.050	295.627	513.291	635.853
Kortfristet del af langfristet gæld	F FF	59.653	67.253	66.613	81.813	95.163	67.812	285.446
Kreditinstitut	F FF	70.562	43.270	48.574	28.575	36.772	0	35
Leverandørgæld	D DF	29.908	37.610	52.743	35.145	42.172	61.058	70.269
Selskabsskat (som DF)	D DF	0	0	165	0	3.290	12.695	15.898
Gæld tilknyttet virksomheder	D DF	19.369	22.487	6.014	2.348	405		
Anden gæld	D DF	28.680	32.694	27.745	24.435	24.983	17.397	43.990
Kortfristede forpligtelser		208.172	203.314	201.854	172.316	202.785	158.962	415.638
Forpligtelser		559.648	529.344	527.047	430.366	498.412	672.253	1.051.491
Passiver		689.450	655.853	661.675	625.893	736.141	1.077.417	1.565.775

Bilag 6 – Skatteopgørelse

Opgørelse af core driftsoverskud fra salg (koncernen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	78.857	92.336	108.975	124.349	141.586	158.466	244.965
Afskrivninger på materielle langfristede aktiver	-107.967	-78.672	-81.051	-86.251	-100.245	-119.594	-187.194
EBIT (Core driftsoverskud fra salg før renter og skat)	-29.110	13.664	27.924	38.098	41.341	38.872	57.771
Skat på EBIT	20.920	6.397	479	-1.234	-396	-10.258	-10.861
NOPAT (Core driftsoverskud fra salg efter skat)	-8.190	20.061	28.403	36.865	40.945	28.614	46.910

Opgørelse af core andet driftsoverskud (koncernen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Andre driftsindtægter	0	0	0	0	0	15.065	17.220
Skat på andre driftsindtægter (25%-22%)	0	0	0	0	0	3.540	3.788
Andre driftsindtægter, efter skat	0	0	0	0	0	11.525	13.432
Indtægter fra associerede virksomheder, efter skat	1.574	4.738	336	0	0	0	0
Core andet driftsoverskud, efter skat	1.574	4.738	336	0	0	11.525	13.432

Opgørelse af usædvanlige finansielle poster, efter skat (koncernen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Usædvanlige finansielle omkostninger</i>							
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-1.170	-5.331	-1.382	0	0	0	0
Andre indtægter =gevinst ved salg af maskiner							

Opgørelse af core netto finansielle omkostninger (koncernen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Core finansielle omkostninger</i>	-31.233	-20.359	-19.864	-15.368	-12.907	-14.337	-22.391
<i>Core finansielle indtægter</i>	8.352	2.154	4.472	194	794	453	210
Core netto finansielle omkostninger, før skat	-22.881	-18.205	-15.392	-15.174	-12.113	-13.884	-22.181
Skattefordel (25%-22%)	5.720	4.551	3.848	3.794	2.968	3.263	4.880
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	-17.161	-13.654	-11.544	-11.381	-9.145	-10.621	-17.301

Skatteallokering (koncernen)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattesats	25%	25%	25%	25%	24,5%	23,5%	22%
Skat af årets resultat							
Skat af årets resultat	15.200	1.846	-3.369	-5.027	-3.364	-9.980	-11.952
Skattefordel på core netto finansielle omkostninger	5.720	4.551	3.848	3.794	2.968	3.263	4.880
Samlet skat på driftsoverskud	20.920	6.397	479	-1.234	-396	-6.717	-7.072
Skat allokeret til core andet driftsoverskud	0	0	0	0	0	-3.540	-3.788
Skat på core driftsoverkud fra salg (EBIT)	20.920	6.397	479	-1.234	-396	-10.258	-10.861
Effektive skatteprocent på EBIT	71,9%	46,8%	1,7%	-3,2%	-1,0%	-26,4%	-18,8%

Bilag 7 – Reformuleret balance

	t.DKK	Kl.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Software	D	AA	0	0	0	0	0	0	9.464
Goodwill	D	AA	0	0	0	2.345	2.217	284.718	336.417
Immaterielle langfristede driftaktiver			0	0	0	2.345	2.217	284.718	345.881
Grunde og bygninger	D	AA	21.245	14.587	0	0	0	0	0
Udlejningsmateriel	D	AA	518.470	476.264	510.595	497.399	593.369	614.055	950.282
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	D	AA	35.606	35.802	18.487	17.257	12.630	15.358	19.033
Materielle anlægsaktiver under udførelse	D	AA	423	0	0	554	7.172	8.190	12.873
Materielle langfristede driftaktiver			575.744	526.653	529.082	515.210	613.171	637.603	982.188
Udskudt skat	D	DF	41.355	40.989	44.343	51.701	52.291	51.901	69.831
Langfristede driftsforpligtelser			41.355	40.989	44.343	51.701	52.291	51.901	69.831
Netto anlægskapital			534.389	485.664	484.739	465.854	563.097	870.420	1.258.238

	t.DKK	Kl.	589038	543060	529883	2013	2014	2015	2016
Fremstillede færdigvarer og handelsvarer	D	AK	18.848	22.345	16.857	12.531	9.856	14.317	22.301
Tilgodehavender fra salg	D	AK	64.289	77.082	94.699	86.334	103.120	106.658	139.569
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	D	AK	10.213	10.384	14.712	134	0	0	31
Selskabsskat (som aktiv)	D	AK	186	90	46	1.392	0	273	141
Andre tilgodehavender	D	AK	5.402	2.697	1.623	1.035	1.353	1.115	453
Periodeafgrænsningsposter/Forudbet. Omk.	D	AK	1.275	0	2.548	4.685	4.415	2.827	1.615
Kortfristede driftaktiver			689.251	655.658	660.368	106.111	118.744	125.190	164.110
Del af likvide beh. Allok. Til drift (max. 1% af Res.)	D	A/K	199	195	1.307	222	248	6.437	8.629
Andre kortfristede driftaktiver			199	195	1.307	222	248	6.437	8.629
Arbejdskapital (=WC)			689.450	655.853	661.675	106.333	118.992	131.627	172.739
Leverandørgæld	D	DF	29.908	37.610	52.743	35.145	42.172	61.058	70.269
Selskabsskat (som DF)	D	DF	0	0	165	0	3.290	12.695	15.898
Gæld tilknyttet virksomheder	D	DF	19.369	22.487	6.014	2.348	405	0	0
Anden gæld	D	DF	28.680	32.694	27.745	24.435	24.983	17.397	43.990
Kortfristede driftforpligtelser			77.957	92.791	86.667	61.928	70.850	91.150	130.157
Netto arbejdskapital (=NWC)			611.493	563.062	575.008	44.405	48.142	40.477	42.582
Netto driftsaktiver (= NDA = IC)			1.145.882	1.048.726	1.059.747	510.259	611.239	910.897	1.300.820

Samlet finansiering (Koncernen)									
	t.DKK		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kapitalandele i associerede virksomheder	D	FA	0	0	0	0	0	0	0
Deposita	D	FA	966	606	801	2.005	1.761	3.074	5.174
Andre kapitalandele	D	FA	12.328	15.691	0	0	0	0	0
Andre tilgodehavender	D	FA	0	110	0	0	0	0	0
Likvide beholdn. Allok. Til fin. (Livk-0,01*Oms)	D	FA	0	0	0	0	0	20.395	59.793
Finansielle aktiver			13.294	16.407	801	2.005	1.761	23.469	64.967
Realkreditinstitutter	F	FF	7.507	7.011	0	0	0	0	0
Kreditinstitutter	F	FF	87.298	20.330	18.040	66.499	56.009	237.818	300.416
Leasingforpligtigelser	F	FF	105.005	151.309	162.929	106.055	164.256	203.572	265.606
Gæld tilknyttede virksomheder	F	FF	110.311	106.391	99.881	33.795	23.071	20.000	0
Kortfristet del af langfristet gæld	F	FF	59653	67253	66613	81813	95163	67812	285446
Kreditinstitutter	F	FF	70562	43270	48574	28575	36772	0	35
Finansielle forpligtelser			440.336	395.564	396.037	316.737	375.271	529.202	851.503
Netto finansielle forpligtelser			427.042	379.157	395.236	314.732	373.510	505.733	786.536
Minoritetsinteresser	F		0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital for moderselskabets aktionærer			129.802	126.509	134.628	195.527	237.729	405.164	514.284
Samlet finansiering (=IC)			556.844	505.666	529.864	510.259	611.239	910.897	1.300.820

Bilag 8 – Reformuleret netto finansielle forpligtigelser

Samlet finansiering (Koncernen)			2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	t.DKK								
Kapitalandele i associerede virksomheder	D FA		0	0	0	0	0	0	0
Deposita	D FA		966	606	801	2.005	1.761	3.074	5.174
Andre kapitalandele	D FA		12.328	15.691	0	0	0	0	0
Andre tilgodehavender	D FA		0	110	0	0	0	0	0
Likvide beholdn. Allok. Til fin. (Livk-0,01*Oms)	D FA		0	0	0	0	0	20.395	59.793
Finansielle aktiver			13.294	16.407	801	2.005	1.761	23.469	64.967
Realkreditinstitutter	F FF		7.507	7.011	0	0	0	0	0
Kreditinstitutter	F FF		87.298	20.330	18.040	66.499	56.009	237.818	300.416
Leasingforpligtigelser	F FF		105.005	151.309	162.929	106.055	164.256	203.572	265.606
Gæld tilknyttede virksomheder	F FF		110.311	106.391	99.881	33.795	23.071	20.000	0
Kortfristet del af langfristet gæld	F FF		59653	67253	66613	81813	95163	67812	285446
Kreditinstitutter	F FF		70562	43270	48574	28575	36772	0	35
Finansielle forpligtelser			440.336	395.564	396.037	316.737	375.271	529.202	851.503
Netto finansielle forpligtelser			427.042	379.157	395.236	314.732	373.510	505.733	786.536
Minoritetsinteresser	F		0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital for moderselskabets aktionærer			129.802	126.509	134.628	195.527	237.729	405.164	514.284
Samlet finansiering (=IC)			556.844	505.666	529.864	510.259	611.239	910.897	1.300.820
Kontrol (=0): NDA - Samlet Fin. =			0	0	0	0	0	0	0

Bilag 9 – WACC komponenter

WACC for GSV Pitzner	2014
w _{ek}	0,3765
w _{fk}	0,6235
beta	0,9165
MRP (C20)	0,0560
R _f	0,6400
R _E svarende til Catacaps lovede afkast	0,0800
R _D	0,0351
t _c	0,2200
WACC	0,0472

Størrelse indtastet
Størrelse beregnet ud fra ovenstående

PWC dok: Værdiansættelse af virksomheder, 2016
Effektiv rente pr. 2/12 på DANSKE STAT 2025

REK
Baseret på Beta
0,691323067

Beta

Gennemsnit af forsk. analysebureauers estimerede beta for sammenlignelige selskaber

Ramirent Oyj			
Bureau	Beta	Ref. Index	
Reuters	1,01		http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=RMR1V.HE
FT.com (Financial Times)	1,0014		https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=RMR1V%3AHEX
Infiancials	0,93	OMXH25	http://www.infiancials.com/fe-en/30086SF/Ramirent-Oyj/Beta
<Beta>	0,9805		

Muligt kritik: Ikke i alle tilfælde oplyst hvilket referenceindex der er anvendt. Et gns af ting med forskellige karakter er ikke nødvendigvis meningsfuldt.

CramoOyj			
Bureau	Beta	Ref. Index	
Reuters	0,9		
FT.com (Financial Times)	0,9075		https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=CRA1V%3AHEX
Infiancials	0,75	OMXH25	
<Beta>	0,8525		

Muligt kritikpunkt: Ikke i alle tilfælde oplyst hvilket referenceindex der er anvendt. Et gns med forskellige karakter er ikke nødvendigvis meningsfuldt.

GSV Pitzner antagelse om average Beta af Ramirent og Cramo	0,9165
--	---------------

Markedets risikopræmie

Bureau/virksomhed	MRP est.	Ref. Index	Dato
PWC	0,056	OMXC20	feb-16
<MRP>	0,056		

Ganske få laver egne statistiske estimater af MRP (Plenborg s. 263). Der er ikke anledning til at tro, at jeg kan estimere en MRP som er mere rigtig.

Den risikofrie rente R_f

Anvender den eff. Rente for en statsobl. Med løbetid på 10 år (eller så tæt herpå som muligt)

R _f	0,6400
----------------	---------------

Dato	Obligation	Bud mio. kr.	Salg mio. kr.	Skæringskurs	Pro rata	Effektiv rente, pct.
04.2017	DGB 0,50'2027	1.170	1.120	99,89	100	0,51
03.2017	DGB 0,50'2027	1.750	760	98,17	100	0,68
03.2017	DGB 0,50'2027	3.190	2.260	98,74	100	0,62
02.2017	DGB 0,50'2027	2.510	2.100	98,56	100	0,64
01.2017	DGB 0,50'2027	8.480	5.020	97,45	60	0,75
gns.						0,64

Bestemmelse af fremmedkapitalens afkastkrav R_D

- Mulige tilgange
- 1) 'Høkermetoden': R_D estimeret som Rentebetalinger/Gæld
 - 2) Eff. Rente på virksomhedsobl. Udstedt af peers (RU har ikke udstedt virksomhedsobl.)
 - 3) Bestemmelse ud fra viden om credit spread: $R_D = (R_f + R_{\text{credit}})(1 - t_c)$

Gældsrenten estimeret som Rentebetalinger/IBD

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Renteudbetalinger	-31233	-20359	-19864	-15368	-12906,725	-14337	-22391
IBD	427.042	379.157	395.236	314.732	373.510	505.733	786.536
R _D = - Renteudbetalinger/IBD	7,3%	5,4%	5,0%	4,9%	3,5%	2,8%	2,8%

Middel R _D	3,5%
-----------------------	-------------

Middel
4,8%
middel efter opkøb
3,5%

Vægt gæld / egenkapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
W _{EK}	38%	41%	45%	49%	52%	56%	
W _{FK}	62%	59%	55%	51%	48%	44%	

Vel ikke et tænkeligt scenarie at komme med kapitalfond som ejer....

Baseret på oplysninger i CC.Tools, EK er 400 mio og FK 600, hvor 240 mio er akkvisitonsgæld 240 mio afdrages over 6 år hvilket afspejles i wacc.

EK	405.875	445.511	485.148	524.784	564.420	604.057
FK	672.263	632.627	592.990	553.354	513.718	474.081
	1.078.138	1.078.138	1.078.138	1.078.138	1.078.138	1.078.138