Generationsskifte i et kapitalselskab

Aalborg Universitet - AAU
Kandidatafhandling
Cand.merc.aud.
Forår 2026
Afleveringsdato: 1. juni 2026

Lasse Nedergaard Fuglsang - 20215245
Mie Nygaard Christensen - 20213163

Vejleder: Henrik Kjellerup Bro

Antal anslag: 191.883
Antal sider: 79,95

Titelblad

Uddannelsessted	Aalborg Universitet
Studie	Cand.merc.aud.
Semester	4. semester
Opgave	Kandidatspeciale
Vejleder	Henrik Kjellerup Bro
Titel	Generationsskifte i et kapitalselskab
Afleveringsdato	1. juni 2026
Normalsider	79,95 af 2.400 anslag
Antal anslag	191.883

Lasse Nedergaard Fuglsang

Mie Nygaard Christensen

Abstract

This master's thesis examines generational succession in family-owned, with a particular focus on business valuation, tax succession, the money tank rule and share-for-share exchanges. The background for the master's thesis is the increasing number of Danish owner-managed businesses expected to undergo generational transfers in the coming years, creating significant financial, tax-related, and strategic challenges. The master's thesis is based on the fictional case company NordWind Components ApS, in which the current owner intends to transfer the company to the next generation.

The purpose of the master's thesis is to investigate how different valuation methods affect the company's value in connection with a generational succession and how the Danish tax rules regarding succession, the money tank rule, and share-for-share exchanges influence the possibilities of carrying out a tax-efficient transfer. In addition, the master's thesis analyzes the financing challenges that may arise during the transfer process.

The master's thesis applies both theoretical and practical analysis. First, the relevant theories and legal frameworks concerning generational succession, valuation, and corporate restructuring are reviewed. Subsequently, a valuation of NordWind Components ApS is conducted using the guideline valuation method, the Discounted Cash Flow (DCF) model, and the multiple-based valuation methods. The results are then compared to assess the differences between the methods and their impact on the succession process.

The analysis demonstrates that the choice of valuation method significantly impacts the estimated company value and therefore affects taxation, financing, and the overall feasibility of the generational transfer. The DCF model is considered, in practice, to provide the most accurate representation of the company's value, as it incorporates the company's future earnings potential and growth opportunities to greater extent. Furthermore, the analysis shows that tax succession can serve as an effective tool for reducing liquidity pressure during a generational transfer. However, the money-tank-rule may limit the possibility of applying succession rules, particularly in relation to holding companies and passive investments.

The master's thesis further concludes that share-for-share exchanges can be an appropriate tool for establishing a holding structure prior to the succession process, as such a structure may

provide greater flexibility in ownership arrangements while improving financing opportunities and risk management. Finally, the master's thesis emphasizes that a successful generational succession requires thorough planning, where legal, tax-related, financial, and family-related considerations are all considered to ensure the company's continued operation and long-term development.

Love og bekendtgørelser

- Aktieavancebeskatningsloven
- Boafgiftsloven
- Fusionsskatteloven
- Gældsbrevloven
- Ligningsloven
- Selskabsloven
- Selskabsskatteloven
- Statsskatteloven
- BEK. NR. 1253 af 06/09/2022

Indholdsfortegnelse

Titelblad **1**

Abstract **2**

Love og bekendtgørelser **4**

1. Indledning **7**

1.1 Problemstilling *8*

1.2 Problemformulering *9*

2. Afgrænsning **10**

3. Metode og videnskabsteori **11**

3.1 Dataindsamling *13*

3.2 Metodiske Begrænsninger *13*

4. Teori **14**

4.1 Virksomhedsformer *14*

4.1.1 Anpartsselskab (ApS) 15

4.1.2 Aktieselskab (A/S) 16

4.1.3 Holdingselskab 17

4.2 Generationsskifte *18*

4.3 Successionsprincippet *20*

4.3.1 Retsgrundlaget for succession 21

4.3.2 Pengetankreglen 22

4.4 Generationsskiftemodel *23*

4.4.1 Aktieombytning 24

4.5 Værdiansættelse *25*

4.5.1 Discounted Cash Flow (DCF) 26

4.5.2 Multipelbaseret værdiansættelse 28

4.5.3 Den skematiske værdiansættelsesmetode 30

5. Case **32**

6. Analyse **33**

6.1 Den skematiske metode *34*

6.1.1 Delkonklusion 39

6.2 DCF-modellen *39*

6.2.1 Reformuleringer 41
6.2.2 Kapitalomkostninger 44
6.2.3 Budgettering 46
6.2.4 Resultatet 48
6.2.5 Delkonklusion 49
6.3 Multipelbaseret værdiansættelse 49
6.3.1 Delkonklusion 52
6.4 Sammenligning af værdiansættelsesmetoderne 53
6.4.1 Ligheder mellem analyserne 54
6.4.2 Forskelle mellem modellerne 58
6.4.3 Metodernes betydning for værdiansættelsen 62
6.4.4 Delkonklusion af værdiansættelsen 63
6.5 Generationsskifte 64
6.5.1 Værdiansættelsens rolle ved generationsskifte 66
6.6 Succession 67
6.6.1 Betingelser for succession 68
6.6.2 Retsvirkning af succession 70
6.6.3 Successions betydning for finansiering og likviditet 71
6.7 Pengetankreglen 72
6.7.1 Pengetankreglen i holdingstruktur 74
6.8 Aktieombytning 75
6.8.1 Skattefri og skattepligtig aktieombytning 76
6.8.2 Skattefri aktieombytning med og uden tilladelse fra SKAT 77
6.9 Finansiering af generationsskiftet 77
6.9.1 Betydningen af værdiansættelsen 78
6.9.2 Overdragelse ved gave 79
6.9.3 Kontant køb 82
6.9.4 Gældsbrev 84
6.10 Salg af aktiver 86

7. Konklusion 89

8. Litteraturliste 92

9. Bilag 96

1. Indledning

Generationsskifte er et aktuelt og væsentligt emne i dansk erhvervsliv, idet en stor del af de danske virksomheder er ejerledede eller familieejede virksomheder. I Danmark var der i 2024 mere end 420.000 aktive virksomheder, hvor størstedelen udgøres af små og mellemstore virksomheder (Danmarks Statistik 2025). Familieejede virksomheder spiller samtidig en stor rolle i dansk økonomi, idet de bidrager væsentligt til både beskæftigelse, vækst og lokal udvikling. Dansk industri vurderer, at familieejede og ejerledede virksomheder udgør mere end 80 procent af de danske virksomheder, hvilket understreger deres betydning for det danske erhvervsliv (Andreas Fernstrøm 2023).

En væsentlig del af disse virksomheder står i de kommende år over for et ejerskifte. En rapport udarbejdet af Copenhagen Business School viser at omkring 40.000 danske virksomheder forventes at skulle gennemføre et generationsskifte inden for de kommende år (Jyske Bank 2023). Dette skyldes blandt andet at mange virksomhedsejere nærmer sig pensionsalderen, samtidig med at et stigende antal virksomheder er opbygget som familievirksomheder med ønske om at videreføre til næste generation. Generationsskifte er derfor ikke alene en udfordring for den enkelte virksomhed, men også en samfundsøkonomisk problemstilling. Hvis generationsskiftet ikke planlægges korrekt, kan det medføre risiko for virksomhedslukning og tab af arbejdspladser.

Et generationsskifte omfatter langt mere end blot overdragelsen af ejerskabet. Processen indebærer ofte komplekse økonomiske, skattemæssige og strategiske overvejelser, som skal håndteres for at sikre virksomhedens fortsatte drift og udvikling. For mange familieejede virksomheder er generationsskiftet særligt udfordrende, da virksomhedens værdier typisk er opbygget over mange år og ofte udgør en væsentlig del af familiens samlede formue. Samtidig er der ofte følelsesmæssige og familiemæssige forhold involveret, hvilket kan komplicere processen yderligere.

En af de mest centrale problemstillinger ved generationsskifte er værdiansættelsen af virksomheden. Værdiansættelsen er afgørende, da den danner grundlag for fastsættelsen af overdragelsessummen og dermed påvirker både beskatningen, finansieringen og mulighederne for at gennemføre generationsskiftet. En for høj værdiansættelse kan gøre det vanskeligt for den næste generation at finansiere overtagelsen, mens en for lav værdiansættelse kan føre til

skattemæssige konsekvenser eller tilsidesættelse fra Skattestyrelsen (Pedersen, Pedersen 2017, s. 76). Det er derfor afgørende at værdiansættelsen foretages på et velbegrundet og dokumenterbart grundlag.

I praksis findes der flere forskellige værdiansættelsesmetoder, som kan anvendes ved generationsskifte. Blandt de mest anvendte metoder er discounted cash flow-modellen (DCF), substansværdi og multipelbaserede modeller. De forskellige metoder bygger på forskellige forudsætninger og kan derfor føre til forskellige virksomhedsværdier. DCF-modellen fokuserer eksempelvis på virksomhedens fremtidige pengestrømme, mens multipelmodeller i højere grad tager udgangspunkt i markedsbaserede sammenligninger med tilsvarende virksomheder (Erhardi et al. 2026 16). Valget af værdiansættelsesmetode har derfor stor betydning for den beregnede virksomhedsværdi og dermed også for generationsskiftets samlede strukturering.

Finansieringen af generationsskiftet udgør ligeledes en væsentlig udfordring. Mange familieejede virksomheder har store værdier bundet i driftsaktiver, ejendomme eller likviditet hvilket kan gøre det vanskeligt for den næste generation at finansiere overtagelsen uden ekstern hjælp. I praksis anvendes derfor ofte forskellige finansieringsformer herunder succession, gaveoverdragelse og gældsbreve for at gøre generationsskiftet økonomisk muligt og skattemæssigt hensigtsmæssig.

På baggrund heraf er generationsskifte et område, hvor økonomiske og skattemæssige forhold er tæt forbundet. Det er derfor relevant at undersøge, hvordan forskellige værdiansættelsesmetoder kan anvendes ved generationsskifte af familieejede virksomheder, samt hvilken betydning metodevalget har for virksomhedens værdi og finansieringen af generationsskiftet.

1.1 Problemstilling

Generationsskifte af familieejede virksomheder indebærer en række komplekse udfordringer, hvor særligt værdiansættelsen af virksomheden spiller en central rolle. Værdiansættelsen er afgørende, idet den danner grundlag for fastsættelsen af handelsværdien og dermed påvirker både overdragelsessummen, finansieringsbehovet og de skattemæssige konsekvenser ved generationsskiftet.

I praksis eksisterer der flere forskellige værdiansættelsesmetoder, som kan anvendes ved et generationsskifte, herunder DCF-modellen, den skematiske og multipelbaserede modeller. Metoderne bygger på forskellige teoretiske forudsætninger og kan derfor resultere i forskellige virksomhedsværdier. Dette skaber usikkerhed omkring, hvilken metode der er mest retvisende, afspejler virksomhedens handelsværdi i forbindelse med generationsskiftet.

En yderligere problemstilling er at generationsskiftet skal gennemføres med hensyn til de gældende skatteretlige regler. Reglerne om succession giver mulighed for at udskyde beskatningen ved overdragelse til nærtstående familiemedlemmer, men anvendelsen afhænger blandt andet af virksomhedens aktivsammensætning og overholdelse af pengetankreglen.

Det er derfor centralt at undersøge, hvordan forskellige værdiansættelsesmetoder påvirker virksomhedens værdiansættelse, samt hvordan værdiansættelsen påvirker mulighederne for finansiering og gennemførelse af generationsskiftet. Derudover er det relevant at analysere, hvordan de gældende skatteretlige regler påvirker struktureringen af generationsskiftet i praksis.

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i ovenstående er følgende problemformulering blevet udarbejdet som grundlag for dette speciale:

Hvordan kan forskellige værdiansættelsesmetoder anvendes ved generationsskifte af familieejede virksomheder, og hvilken betydning har valget af værdiansættelsesmetode for virksomhedens værdi og finansiering af generationsskiftet?

Dertil er der valgt nedenstående undersøgelsesspørgsmål:

- Hvordan anvendes DCF-modellen, den skematiske metode og multipelmetoden ved værdiansættelse af en virksomhed.
- Hvordan påvirker valget af værdiansættelsesmetode den beregnede værdi.
- Hvilken betydning har succession og pengetankreglen for generationsskiftet.
- Hvordan påvirker værdiansættelsen mulighederne for finansiering af generationsskiftet.

2. Afgrænsning

Dette speciale omhandler værdiansættelse i forbindelse med generationsskifte af familieejede virksomheder. Specialet afgrænser sig til generationsskifte, hvor overdragelsen sker inden for familien, og der fokuseres derfor ikke på overdragelse til eksterne købere. Fokus er dermed rettet mod de særlige problemstillinger, som der opstår ved familieoverdragelser, herunder succession og værdiansættelse mellem interesseforbundne parter. Specialet afgrænser sig derudover til generationsskifte mellem levende personer og behandler derfor ikke succession i forbindelse med dødsboer eller arv. Reglerne om overdragelse ved dødsfald adskiller sig på flere områder fra overdragelser mellem levende personer og derfor ligger dette uden for specialets fokusområde.

I forhold til de selskabsretlige og skattemæssige omstruktureringer afgrænses der til aktieombytning som omstruktureringsmetode. Specialet behandler derfor ikke andre former for omstruktureringer såsom spaltning, fusion eller tilførsel af aktiver. Dette skyldes, at aktieombytning vurderes som den mest relevante omstruktureringsform i relation til den valgte case og problemstilling.

Derudover afgrænses specialet til tre konkrete værdiansættelsesmetoder. Discounted Cash Flow-modellen, den skematiske værdiansættelsesmetode og multipelbaseret værdiansættelse. Andre værdiansættelsesmetoder, som eksempelvis substansværdi og residualindkomstmodeller behandles derfor ikke nærmere. De tre udvalgte metoder er valgt da de repræsenterer forskellige tilgange til værdiansættelse og samtidig er relevante i forbindelse med generationsskifte af ejerledede virksomheder.

Specialet tager udelukkende udgangspunkt i danske selskabsretlige og skattemæssige regler, og derfor behandles internationale forhold ikke. Derudover afgrænses specialet fra børsnoterede virksomheder, da værdiansættelse og generationsskifte i disse virksomheder ofte påvirkes af andre forhold, herunder større ejerkreds, højere grad af markedsregulering og løbende markedsværdiansættelse. Fokus er derfor rettet mod unoterede ejerledede virksomheder.

Revisionsmæssige problemstillinger behandles heller ikke i specialet, hvilket indebærer at revisionsteknik, erklæringsafgivelse og revisors konkrete rolle i forbindelse med

generationsskifte ikke analyseres. Derudover afgrænses specialet fra problemstillinger vedrørende fast ejendom. Dette omfatter blandt andet ejensomsavancebeskatning, værdiansættelse af ejendomme og succession i fast ejendom. Årsagen til denne afgrænsning er, at fast ejendom indebærer særlige juridiske og skattemæssige forhold, som ligger uden for specialets fokus.

Endelig tager specialet udgangspunkt i en konstrueret casevirksomhed. Formålet med dette er at skabe mulighed for at analysere de valgte værdiansættelsesmetoder under ensartede forudsætninger. Resultaterne kan derfor ikke nødvendigvis generaliseres til alle virksomheder eller brancher, men har til formål at illustrere de centrale problemstillinger og forskelle mellem metoderne i forbindelse med generationsskifte.

3. Metode og videnskabsteori

Formålet med dette speciale er at analysere de erhvervsretlige og skatteretlige forhold, der gør sig gældende ved generationsskifte i familieejede små og mellemstore virksomheder, samt hvordan forskellige værdiansættelsesmetoder kan anvendes i denne forbindelse. Specialet tager derfor udgangspunkt i en analyse af gældende ret og økonomiske principper med det formål at forklarer de centrale problemstillinger, som kan opstå i forbindelse med planlægning og gennemførelse af et generationsskifte.

Metodisk tager specialet udgangspunkt i juridisk metode, i og med gældende ret analyseres og fortolkes med henblik på at specificere de regler og rammer, der gælder for generationsskifte i danske virksomheder. Den juridiske metode anvendes til at identificere, systematisere og fortolke relevant lovgivning, administrativ praksis og retspraksis. Analysen foretages med udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, hvor formålet er at fastlægge gældende ret inden for det undersøgte område (Tvarnø, Nielsen 2017, s. 29).

Den retsdogmatiske metode indebærer, at specialet primært arbejder med autoritative retskilder, som lovgivning, administrative afgørelser og relevant praksis. Disse kilder anvendes til at klarlægge de juridiske rammer for generationsskifte, som inkluderer regler om virksomhedsformer, omstrukturering samt skattemæssig succession. Analysen tager således udgangspunkt i de eksisterende regler og fortolkninger, som gælder i dansk ret, og specialet

har derfor ikke til formål at opstille ny teori eller foreslå ændringer til gældende lovgivning (Bloch Ehlers, Cedervall Lauta 2011).

Videnskabsteoretisk tager specialet udgangspunkt i et retspositivistisk perspektiv, hvor lovgivningen anses som gyldig ret, fordi den er vedtaget af lovgiver og dermed udgør den gældende retstilstand. Retspositivismen indebærer, at analysen fokuserer på at identificere og fortolke de gældende regler uden at foretage normative vurderinger af, om reglerne er hensigtsmæssige eller retfærdige (Larsen, Rasmussen 2022, s. 27). Denne tilgang suppleres af en hermeneutisk fortolkningstilgang, idet forståelsen af lovgivning, administrative afgørelser og juridisk litteratur kræver en fortolkning af både tekst og kontekst. Den hermeneutiske tilgang bidrager således til at skabe forståelse for, hvordan reglerne om generationsskifte anvendes i praksis, og hvordan disse kan fortolkes i relation til den konkrete problemstilling. Der er ofte brug for at fortolke på lovgivningen, da den afhængigt at kontekst ikke altid opfattes ens og hensigten med loven ikke altid er åbenlys. "Hvis meningen med en lovtekst var åbenlys for enhver, var der ikke brug for at fortolke den." siges der i bogen Samfundsvidenskabernes videnskabsteori (Juul, Bransholm Pedersen 2012, s. 107–110).

Ud over den juridiske analyse, inddrager specialet også en økonomisk analyse, idet værdiansættelsen af virksomheden spiller en central rolle i forbindelse med generationsskifte. I denne sammenhæng analyseres forskellige værdiansættelsesmetoder, herunder discounted cash flow-modellen (DCF), multipelbaseret værdiansættelse og den skematiske værdiansættelsesmetode. Disse metoder anvendes til at estimere virksomhedens økonomiske værdi og danner dermed grundlag for vurderingen af overdragelsesprisen i forbindelse med generationsskifte.

Specialet anvender desuden en casebaseret tilgang, hvor en konstrueret casevirksomhed anvendes til at vise de juridiske og økonomiske problemstillinger i praksis. Brugen af en fiktiv case gør det muligt at analysere forskellige generationsskiftemodeller og værdiansættelsesmetoder under de relevante forudsætninger. Casen er konstrueret med udgangspunkt i karakteristika fra danske familieejede små og mellemstore virksomheder. Regnskabet er inspireret af en mellemstor virksomhed, som er i samme branche som casevirksomheden og alt dette har til formål at skabe et realistisk grundlag for analysen.

Samlet set kombinere specialet derfor juridisk metode, økonomisk analyse og casebaseret tilgang for at undersøge problemstillingen omkring værdiansættelse og generationsskifte i familieejede virksomheder. Denne metodiske tilgang gør det muligt både at klarlægge de juridiske rammer og analysere de økonomiske udfordringer i forbindelse med et generationsskifte.

3.1 Dataindsamling

Specialet baserer sig på både primære og sekundære datakilder. De primære datakilder består primært af gældende lovgivning, administrative afgørelser og vejledninger fra offentlige myndigheder. Disse kilder anvendes til at fastlægge de juridiske rammer for generationsskifte i danske virksomheder, herunder regler om selskabsretlige forhold og skattemæssig succession.

De sekundære datakilder består af faglitteratur, herunder lærebøger og faglige publikationer inden for erhvervsret, skatteret og virksomhedsværdiansættelse. Disse kilder anvendes til at understøtte den teoretiske gennemgang af generationsskifte og værdiansættelsesmetoder.

Der er gennem hele specialet anvendt en kildekritisk tilgang, hvor kilderne vurderes ud fra deres troværdighed, aktualitet og relevans. I forbindelse med anvendelsen af sekundære kilder er der særligt lagt vægt på forfatternes faglige baggrund samt kildernes akademiske og professionelle anerkendelse. Casen, som anvendes i analysen, er konstrueret på baggrund af generelle karakteristika fra danske ejerledede virksomheder. De finansielle oplysninger i casen er derfor ikke en til en med den konkrete virksomhed, som der er taget inspiration fra, men er udarbejdet med det formål at vise realistiske økonomiske forhold i forbindelse med et generationsskifte.

3.2 Metodiske Begrænsninger

Ved brugen af en konstrueret casevirksomhed indebærer det nogen metodiske begrænsninger, som bør taget i betragtning ved fortolkningen af specialets konklusioner. Casen er udarbejdet med henblik på at illustrere de juridiske og økonomiske problemstillinger, som der kan opstå i forbindelse med generationsskifte i familieejede små og mellemstore virksomheder. De finansielle oplysninger og forudsætninger, der anvendes i casen, er derfor ikke baseret på en

konkret virksomhed, men er konstrueret med udgangspunkt i generelle karakteristika fra danske ejerledede virksomheder.

En fordel ved anvendelsen af en fiktiv case er, at det giver mulighed for at analysere forskellige scenarier og generationsskiftemodeller under kontrollerede forudsætninger. Dette gør det muligt at sammenligne forskellige værdiansættelsesmetoder og vurdere deres betydning for virksomhedens værdi i forbindelse med et generationsskifte. Det betyder dog derfor samtidig at en konstrueret case, ikke tager udgangspunkt i faktiske virksomhedsdata. Dette kan begrænse analysens empiriske validitet, da forudsætningerne kan afvige fra de forhold, som gør sig gældende i rigtige virksomheder. Resultaterne fra analysen skal derfor hovedsageligt forstås som eksempler der viser, hvilke principielle problemstillinger der er ved værdiansættelse og generationsskifte. Derudover kan der i forbindelse med værdiansættelse være betydelige usikkerheder knyttet til de anvendte forudsætninger, heriblandt forventninger til fremtidige cash flows, vækstrater og diskonteringsrenter. Disse antagelser kan have en væsentlig betydning for den beregnede virksomhedsværdi, og derfor skal man være forsigtig når man fortolker resultaterne fra analysen (Yin 2009, s. 15).

På trods af disse begrænsninger vurderes den casebaserede tilgang at være hensigtsmæssig i relation til specialets formål, fordi den muliggør en analyse der har fokus på anvendelsen af de juridiske og økonomiske problemstillinger ved generationsskifte.

4. Teori

4.1 Virksomhedsformer

Begrebet selvstændig erhvervsvirksomhed spiller en central rolle i både skatteretten og selskabsretten, men det er ikke direkte defineret i den danske lovgivning. Men der findes en overordnet ramme i statsskattelovens § 4, hvor det fremgår, at indkomst fra erhvervsvirksomhed er skattepligtig. Bestemmelsen giver ikke en præcis afgrænsning af, hvornår der er tale om selvstændig erhvervsvirksomhed og derfor tager vurderingen i høj grad udgangspunkt i praksis (Skat i). I praksis skelnes der mellem erhvervsmæssig virksomhed og ikke-erhvervsmæssig virksomhed, som også bliver kaldt hobbyvirksomhed. Denne afgrænsning fremgår blandt andet af Den juridiske vejledning C.C.1.1.1, hvor der står:

"Selvstændig erhvervsvirksomhed er karakteriseret ved, at der for egen regning og risiko udøves virksomhed af økonomisk karakter med det formål at opnå et økonomisk overskud."

"Virksomheden skal udøves nogenlunde regelmæssigt og gennem en ikke helt kort periode, og virksomheden må ikke være af helt underordnet omfang."

Det betyder, at der ikke findes en klar definition, men at vurderingen altid sker konkret. Selvom begrebet ofte forbindes med fysiske personer, gælder det også for selskaber. Kapitalselskaber som anpartsselskaber og aktieselskaber anses også som erhvervsdrivende, selvom det ikke længere fremgår direkte af selskabsloven. Dette er blandt andet fastslået i praksis, herunder i en afgørelse, hvor højesteret anerkendte, at holdingselskaber, som alene har til hensigt at eje aktier eller anparter i andre virksomheder kan anses som erhvervsdrivende (Skat t).

Valget af retsform har stor betydning for, hvordan en virksomhed drives, og især i forbindelse med generationsskifte. I dansk ret skelnes der overordnet mellem personligt ejede virksomheder, som enkeltmandsvirksomheder og interessentskaber, og kapitalselskaber, som anpartsselskaber og aktieselskaber. Det er derfor vigtigt at få afklaret, hvilken retsform virksomheden har, inden et generationsskifte planlægges. Retsformen har direkte betydning for både de juridiske og skattemæssige muligheder. På baggrund af det vil de mest relevante virksomhedsformer blive gennemgået med fokus på deres betydning for generationsskifte.

4.1.1 Anpartsselskab (ApS)

Et anpartsselskab er en af de mest brugte selskabsformer i Danmark og tilhører kategorien kapitalselskaber. Et centralt kendetegn ved et ApS er, at det er en selvstændig juridisk enhed, hvilket betyder, at selskabet kan indgå aftaler, eje aktiver og påtage sig forpligtelser uafhængigt af ejerne. Samtidig indebærer dette, at ejerne, som udgangspunkt kun hæfter med deres indskudte kapital og ikke personligt for selskabets gæld (PwC Danmark 2026). Et ApS kan stiftes af en eller flere ejere, og disse kan både være fysiske personer og juridiske personer, som for eksempel andre selskaber (Erhvervsstyrelsen b). Dette gør selskabsformen fleksibel i forhold til ejerstruktur og velegnet i situationer, hvor ejerskabet ønskes delt mellem flere parter eller ændret over tid. Ejerandelen i selskabet er opdelt i anparter, som fordeles mellem ejerne i forhold til deres kapitalindskud.

For at stifte et ApS stilles der krav om en minimumskapital på 20.000 kr. ifølge selskabslovens § 4 stk. 2, som kan indskydes enten kontant eller i form af andre værdier. Kapitalen tilhører selskabet og ikke ejerne personligt, hvilket viser den adskillelse der er mellem selskabets og ejernes økonomi. Denne adskillelse er en bemærkelsesværdig forskel i forhold til personligt ejede virksomheder, hvor der ikke er den samme forskel mellem ejer og virksomhed (Erhvervsstyrelsen b). Stiftelsen af et anpartsselskab skal ske i overensstemmelse med reglerne i selskabslovens kapitel 3, som stiller krav til hvordan en stiftelse skal foregå. Det der reguleres, er for eksempel, hvem der kan stifte, hvad et stiftelsesdokument skal indeholde, vedtægter og hvordan selskabskapitalen kan indskydes. Til sidst skal selskabet registreres hos erhvervsstyrelsen, før det opnår retsevne (Erhvervsstyrelsen 2025).

Et ApS skal have en ledelse, som minimum består af en direktion, som varetager den daglige drift. Det er derudover muligt at etablere en bestyrelse, som har ansvar for de overordnede strategiske beslutninger (Erhvervsstyrelsen b). Derudover er der en række løbende krav til et ApS. Selskabet skal blandt andet føre regnskab og udarbejde en årsrapport i henhold til årsregnskabsloven (PwC Danmark 2026). Dette bidrager til gennemsigtighed over for kreditorer og andre interessenter. I og med at selskabet er et selvstændigt skattesubjekt, så beskattes overskuddet med selskabsskat (Erhvervsstyrelsen b).

4.1.2 Aktieselskab (A/S)

Et aktieselskab er en selskabsform, der ligesom anpartsselskabet hører under kategorien kapitalselskaber. Det betyder, at selskabet er en selvstændig juridiske enhed, som kan indgå aftaler og eje aktiver uafhængigt af ejerne. Ejerne også kaldet aktionærer, hæfter som udgangspunkt alene med den kapital, som de har indskudt i selskabet ifølge selskabslovens § 5, hvilket betyder der er en klar adskillelse mellem selskabets og ejernes økonomi (Erhvervsstyrelsen a). Et aktieselskab kan ligesom et anpartsselskab stiftes af en eller flere ejere, som enten kan være fysiske eller juridiske personer. Ejerskabet er opdelt i aktier, som kan overdrages. Dette giver fleksibilitet i forhold til ændringer i ejerkredsen. Denne fleksibilitet gør selskabsformen særligt velegnet i større virksomheder eller i virksomheder, hvor der er behov for at tiltrække investorer (Erhvervsstyrelsen a).

En betydelig forskel mellem et aktieselskab og andre selskabsformer er kapitalkravet. For at stifte et aktieselskab kræves en minimumskapital på 400.000 kr. ifølge selskabslovens § 4 stk. 2, hvilket gør det til en af de mest kapitalkrævende selskabsformer i Danmark (Erhvervsstyrelsen a). Den høje startkapital kan samtidig have en signalværdi, da det ofte opfattes som et tegn på økonomisk styrke og stabilitet (Pwc Danmark). Stiftelsen af et aktieselskab skal ske i overensstemmelse med selskabslovens regler. Disse er langt hen ad vejen de samme, som ved et anpartsselskab og indebærer blandt andet udarbejdelse af et stiftelsesdokument og vedtægter, som specificerer de overordnede rammer for selskabets drift jævnfør selskabslovens kapitel 3.

Et centralt kendetegn ved aktieselskaber er kravene til ledelsesstruktur. Et A/S skal have både en direktion og enten en bestyrelse eller et tilsynsråd (Erhvervsstyrelsen a). Direktionen varetager den daglige ledelse, mens bestyrelsen har det overordnede ansvar for selskabets strategi og kontrol. Denne opdeling bidrager til en mere formaliseret og struktureret ledelse sammenlignet med mindre selskabsformer. Derudover er der en række løbende krav til et aktieselskab. Selskabet skal blandt andet føre regnskab og udarbejde en årsrapport ved brug af de gældende regler, ligesom det bliver selskabsbeskattet. Hvis der udbetales udbytte til aktionærerne i selskabet, skal dette ligesådan beskattes (Erhvervsstyrelsen a).

4.1.3 Holdingselskab

Et holdingselskab er ikke en selvstændig selskabsform, men derimod en betegnelse for et selskab. Typisk er der tale om et anpartsselskab eller et aktieselskab, hvis formål er at eje kapitalandele i andre selskaber. Et holdingselskab fungerer dermed som et mellemled mellem ejeren og den virksomhed, hvor den egentlige drift foregår, ofte kaldet driftsselskabet (Erhvervsstyrelsen c). Strukturen indebærer typisk, at ejeren ejer holdingselskabet, og holdingselskabet herefter ejer driftsselskabet. På den måde adskilles ejerskab og drift, hvilket kan give en mere fleksibel selskabsstruktur (Erhvervsstyrelsen c). Holdingselskabet har som udgangspunkt ikke selv nogen driftsaktivitet, men fungere alene som ejer af kapitalandele i et eller flere selskaber (PwC Danmark).

En væsentlig fordel ved anvendelsen af et holdingselskab er de skattemæssige muligheder, som strukturen kan give. Holdingselskabets primære funktion er at eje kapitalandele i andre

selskaber, og dette kan blandt andet give mulighed for at disponere over overskud mellem flere selskaber (PwC Danmark). Derudover kan der i nogle tilfælde ske skattefri modtagelse af udbytte mellem selskaber, hvilket kan være en fordel i forhold til opsparing og investering af overskud. En anden betydelig fordel ved holdingselskabsstrukturen er, at den kan bidrage til at reducere risikoen for ejeren. Ved at placere værdier i et holdingselskab kan man i højere i høj grad mindske risikoen for den opsparede kapital og kun have risikoen i driftsselskabet. Dette kan være relevant i virksomheder med høj risiko, hvor man ønsker at beskytte den opsparede kapital.

Holdingselskaber anvendes ofte i forbindelse med etablering af nye virksomheder, hvor det kan være fordelagtigt at etablere et holdingselskab samtidig med driftsselskabet (PwC Danmark). Derudover er strukturen særligt relevant i forbindelse med ejerskifte eller generationsskifte, da ejerskabet kan overdrages gennem kapitalandele i holdingselskabet frem for direkte i driftsselskabet. På trods af de nævnte fordele kan holdingselskabsstrukturer også være mere komplekse end en traditionel selskabsstruktur. Dette skyldes blandt andet, at der er flere selskaber involveret, hvilket kan medføre øgede administrative krav og behov for rådgivning (Erhvervsstyrelsen c).

Fordelen ved at anvende en holdingstruktur på begge sider er at der opnås en større fleksibilitet i forbindelse med overdragelsen. Derudover kan udbytter som udgangspunkt udloddes skattefrit mellem driftsselskabet og holdingselskaberne efter reglerne i selskabsskatteloven § 13, hvilket giver mulighed for at opspare og reinvestere overskud i holdingselskaberne. Samtidig bidrager strukturen til en risikoadskillelse, hvor værdier kan placeres i holdingselskabet, mens den driftsmæssige risiko forbliver i driftsselskabet.

4.2 Generationsskifte

Et generationsskifte kan overordnet defineres som en overdragelse af ejerskab og ofte også ledelse af en virksomhed fra en generation til den næste. I den erhvervsøkonomiske og skatteretlige litteratur anvendes begrebet særligt om overdragelser, som sker inden for familien eller til en nærtstående personkreds, hvor formålet ikke alene er økonomisk gevinst, men også at sikre virksomhedens forsatte drift og langsigtede værdiskabelse (Olesen 2023, s. 15).

Generationsskiftet adskiller sig dermed fra en almindelig virksomhedsoverdragelse, hvor virksomheden sælges til markedsværdi til en ekstern køber. I sådanne tilfælde vil fokus typisk være på at maksimere salgsprisen, mens generationsskiftet i højere grad er præget af hensyn til kontinuitet, medarbejdere, relationer og familiære forhold. Derudover åbner generationsskifter mulighed for at anvende særlige skatteregler, herunder succession, som kan medføre udskydelse af beskatning og dermed forbedre økonomiske betingelser for overdragelsen (Bie 2024).

Det er centralt i teorien, at generationsskifte ikke bør opfattes som en enkeltstående begivenhed, men som en kompleks og flerfaset proces. Processen strækker sig ofte over flere år og involverer en række strategiske, juridiske og økonomiske beslutninger (Olesen 2023, s. 15). Dette omfatter blandt andet planlægning af ejerstruktur, valg af overdragelsesmodel, værdiansættelse af virksomheden samt finansiering af overdragelsen.

Et generationsskifte kan typisk opdeles i tre overordnede faser: en forberedelsesfase, en gennemførelsesfase og en efterfølgende fase (Olesen 2023, s. 15). I forberedelsesfasen foretages de indledende overvejelser om virksomhedens fremtid, herunder hvem der skal overtage, hvornår overdragelsen skal finde sted, og hvordan den skal struktureres. Det er i denne fase både de strategiske (bløde) og tekniske (hårde) overvejelser begynder at tage form. I gennemførelsesfasen sker selve overdragelsen af ejerskab og eventuel ledelse. Dette kan ske enten som en samlet overdragelse eller gradvist over flere trin. Den gradvise model anvendes ofte i praksis, da denne giver mulighed for en mere glidende overgang og reducerer risikoen for driftsmæssige forstyrrelser. I den efterfølgende fase vil den tidligere ejer ofte forsat være involveret i virksomheden, eksempelvis som rådgiver eller bestyrelsesmedlem. Dette kan bidrage til at sikre vidensoverførsel og skabe tryghed hos både medarbejdere og samarbejdspartnere.

En af problemstillingerne i generationsskifte er forholdet mellem ejerskab, ledelse og kontrol. Ejerskab refererer til de juridiske rettigheder til virksomheden, mens ledelse og kontrol vedrører den daglige drift og beslutningstagning. En gradvis overdragelse af ledelsesansvaret kan fungere som en læringsproces for den næste generation, inden det fulde ejerskab overdrages.

4.3 Successionsprincippet

Succession er et centralt begreb i forbindelse med generationsskifte og indebærer at aktier eller anparter kan overdrages uden, at der sker beskatning på overdragelsestidspunktet. I stedet for overtager den erhvervende part overdragerens skattemæssige stilling, herunder anskaffelsestidspunkt og skattemæssige værdier. Dette betyder, at beskatningen ikke bortfalder, men udskydes til det tidspunkt, hvor den erhvervende part senere afstår kapitalandelene (Skat g).

Reglerne om succession ved overdragelse af aktier og anparter findes i aktieavancebeskatningslovens § 34. Bestemmelsen giver mulighed for, at kapitalandele kan overdrages med succession til en nærmere afgrænset personkreds, hvis lovens betingelser er opfyldt. Dette indebærer, at en eventuel avance ved overdragelsen ikke beskattes hos overdrageren, men i stedet videreføres til den erhvervende part, som overtager den latente skatteforpligtelse (Skat g). Succession anvendes typisk ved generationsskifte inden for familien, hvor formålet er at sikre, at virksomheden kan videreføres uden at blive belastet af en stor skattebetaling på overdragelsestidspunktet.

Bestemmelsen omhandler blandt andet overdragelse til børn, børnebørn, søskende og visse andre nærtstående familiemedlemmer. Det centrale i succession er derfor, at der sker en skattemæssig kontinuitet mellem overdrager og erhverver. Erhververen indtræder dermed i overdragerens skattemæssige position, hvilket blandt andet betyder, at fremtidige avancer opgøres på baggrund af de oprindelige værdier og anskaffelsestidspunkter. Den skat som ellers ville være udløst ved overdragelsen, bliver dermed udskudt og videreført til den næste ejer (Skat g).

Samlet set kan succession derfor betragtes som en undtagelse til de almindelige regler om beskatning ved afståelse af aktier og anparter, idet bestemmelsen muliggør en skattemæssig udskydelse i forbindelse med generationsskifte. Dette gør reglerne særligt relevante i familieejede virksomheder, hvor en direkte beskatning ellers kunne vanskeliggøre overdragelsen.

4.3.1 Retsgrundlaget for succession

Retsgrundlaget for succession i dette speciale tager udgangspunkt i aktieavancebeskatningslovens § 34, som regulerer overdragelse af aktier og anparter med skattemæssig succession. Bestemmelsen indebærer, at den erhvervende part indtræder i overdragerens skattemæssige stilling vedrørende de overdragne kapitalandele. Dette betyder, at erhververen anses for at have erhvervet aktierne til samme pris, på samme tidspunkt og i samme hensigt som overdrageren. Konsekvensen er dermed, at overdrageren ikke beskattes af aktieavancen på overdragelsestidspunktet, mens beskatningen i stedet udskydes til erhververens senere afståelse af kapitalandelene (Skat g).

Aktieavancebeskatningslovens § 34 giver dog ikke en generel adgang til succession ved alle former for selskaber. Bestemmelsen indeholder en række materielle betingelser, som skal være opfyldt for, at succession kan anvendes. For det første skal overdragelsen ske til en nærmere afgrænset personkreds, herunder børn, børnebørn, søskende og visse andre nærtstående familiemedlemmer. Derudover skal den enkelte overdragelse som udgangspunkt udgøre mindst én procent af selskabets kapital.

En af de mest centrale betingelser i bestemmelsen er, at selskabet ikke i overvejende grad må bestå af passiv kapitalanbringelse. Dette kommer fra aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 3, og er også kendt som pengetankreglen. Bestemmelsen indebærer, at selskabet ikke primært må bestå af eksempelvis kontanter, værdipapirer eller udlejningsejendomme. Formålet med reglen er at sikre, at succession alene anvendes ved overdragelse af reelle erhvervsvirksomheder og ikke ved overdragelse af passive investeringsselskaber (Skat g).

Ved vurderingen af om selskabet er omfattet af pengetankreglen, skal der blandt andet ses på selskabets indtægter og aktivsammensætning. Hvis mindst 50 procent af selskabets indtægter eller aktiver består af passiv kapitalanbringelse, vil succession som udgangspunkt ikke kunne anvendes jævnført aktieavancebeskatningslovens § 34 stk. 6. Bestemmelsen bygger dermed på en konkret vurdering af selskabets samlede aktivitet og struktur. Dette kan i praksis give anledning til tvivl, særligt i virksomheder som både indeholder driftsaktiviteter og passive investeringer.

Derudover kan internationale forhold få betydning for anvendelsen af succession. Hvis erhververen har tilknytning til udlandet, vil det være afgørende, om Danmark fortsat har beskatningsretten til de overdragne kapitalandele. Reglerne skal derfor også vurderes i forhold til eventuelle dobbeltbeskatningsoverenskomster og spørgsmålet om skattemæssigt hjemsted. Retsgrundlaget for succession bygger således på, at overdragelse af kapitalandele kan ske med skattemæssig kontinuitet, når lovens betingelser er opfyldt. Aktieavancebeskatningslovens § 34 fungerer dermed både som hjemmel til succession og som afgrænsning af, hvilke typer virksomheder og overdragelser der kan omfattes af reglerne.

4.3.2 Pengetankreglen

I forbindelse med overdragelse af kapitalandele med succession gælder der en væsentlig begrænsning i aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 3, ifølge stk. 3. Denne begrænsning er kendt som pengetanksreglen og indebærer, at det kun er muligt at anvende succession, hvis selskabet ikke i overvejende grad består af passiv kapitalanbringelse. Formålet med pengetanksreglen er at sikre, at reglerne om succession alene finder anvendelse i relation til erhvervsmæssig aktivitet og ikke ved overdragelse af formue, som primært er placeret passivt. Reglen fungerer dermed som en afgrænsning af, hvilke selskaber der kan omfattes af successionsreglerne, og har til hensigt at forhindre, at succession anvendes til at udskyde beskatning af passiv kapital.

Efter aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 3, anses et selskab for at være en pengetank, hvis det i overvejende grad består af passiv kapitalanbringelse. Dette bliver specificeret i bestemmelsens stk. 3, hvor der opstilles to alternative kriterier. Et selskab anses derfor for at være omfattet af pengetanksreglen, hvis mindst et af følgende forhold er opfyldt:

- "*Mindst 50 pct. af selskabets indtægter, beregnet som et gennemsnit af de seneste tre regnskabsår, stammer fra fast ejendom, kontanter, værdipapirer el.lign., der efter ABL § 34, stk. 1. nr. 3, skal anses for passiv kapitalanbringelse. Indtægter er i denne sammenhæng defineret som den regnskabsmæssige nettoomsætning med tillæg af øvrige regnskabsmæssige indtægter.*"
- *"Handelsværdien af selskabets sådanne ejendomme, kontanter, værdipapirer eller lignende, der efter ABL § 34, stk. 1, nr. 3, skal anses for passiv kapitalanbringelse, enten på overdragelsestidspunktet eller opgjort som gennemsnittet af de seneste 3*

> *regnskabsår udgør mindst 50 pct. af handelsværdien af selskabets samlede aktiver."* (Skat l)

Ved opgørelsen lægges selskabets årsregnskab til grund, hvilket indebærer, at det er de regnskabsmæssige værdier og indtægter, der anvendes i vurderingen, og ikke de skattemæssige. Det er derfor selskabets aktiver og indtægter, som indgår i vurderingen, mens passiver og udgifter ikke tillægges betydning i denne sammenhæng. Begrebet passiv kapitalanbringelse er ikke udtømmende defineret i lovgivningen, hvilket betyder, at afgrænsningen i praksis beror på en konkret vurdering. Som udgangspunkt anses finansielle aktiver og udlejning fast ejendom for at være passiv kapitalanbringelse. Modsat vil aktiver, som anvendes direkte i den erhvervsmæssige drift, som udgangspunkt ikke blive anset som passive.

Retspraksis har understreget, at vurderingen ikke alene kan baseres på aktivernes art. I en dom fra højesteret SKM2023.168.HR blev det fastslået, at der skal foretages en samlet og konkret vurdering af selskabets aktivitet. Det er altså ikke tilstrækkeligt blot at konstatere, at et selskab besidder bestemte typer aktiver. Det afgørende er, hvordan disse indgår i selskabets samlede virksomhed. Hvis et selskab klassificeres som en pengetank, betyder det, at kapitalandelene ikke kan overdrages med succession. Dette indebærer, at overdragelsen i stedet skal gennemføres som en almindelig afståelse, hvor avancebeskatning udløses hos den der overdrager. Pengetankreglen udgør derfor en væsentlig begrænsning i anvendelsen af successionsreglerne og har stor betydning i forbindelse med planlægning af generationsskifte (Beierholms skatteafdeling 2023).

4.4 Generationsskiftemodel

Inden et generationsskifte påbegyndes er det væsentligt at tage stilling til, hvordan virksomhedens struktur skal tilpasses så den understøtter både overdragelsen og den fremtidige drift. Der findes flere forskellige generationsskiftemodeller, der anvendes afhængigt af virksomhedens størrelse, ejerforhold og de ønsker, som er til forløbet og den fremtidige ejerstruktur. Valget af model har stor betydning for, hvor flydende generationsskiftet kan gennemføres, samt hvilke skattemæssige og selskabsretlige konsekvenser der opstår.

En af de mest anvendte modeller er aktieombytning jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 36. Denne model bygger på succesionsprincippet, hvilket indebærer at omstruktureringen kan gennemføres uden beskatning på tidspunktet for ombytningen, da beskatningen i stedet udskydes til et senere tidspunkt. Aktieombytning anvendes ofte til at etablere en holdingstruktur og skabe fleksibilitet i forbindelse med generationsskiftet.

4.4.1 Aktieombytning

Aktieombytning er en af de mest anvendte omstruktureringsmodeller i forbindelse med generationsskifte, idet den giver mulighed for at etablere en praktisk selskabsstruktur forud for selve ejeroverdragelsen. Ved en aktieombytning opbygges typisk en koncernstruktur bestående af et moderselskab og et datterselskab, hvor moderselskabet fungerer som holdingselskab og datterselskabet udgør driftsselskabet. Denne struktur gør det muligt at tilrettelægge ejerskabet og skabe en klar adskillelse mellem drift og ejerskab. En væsentlig fordel ved denne opdeling er at overskud kan opspares i holdingselskabet med reduceret driftsrisiko, ligesom det kan giver mulighed for at tilpasse balancen i driftsselskabet. Dette kan eksempelvis gøre det mere attraktivt og økonomisk overkommeligt for en ny ejer eller tredjepart at erhverve kapitalandele i driftsselskabet (Olesen 2023, s. 219). Generelt dækker aktieombytning over enhver form for afståelse af kapitalandele, hvor vederlaget ydes i form af kapitalandele i et andet selskab. I praksis anvendes modellen ofte når en ejer ønsker at etablere en holdingstruktur over et eksisterende driftsselskab. Dette sker ved at kapitalandelene i driftsselskabet indskydes som apportindskud i et nystiftet holdingselskab, hvor ejerne modtager kapitalandele i holdingselskabet som vederlag (Olesen 2023, s. 219).

Aktieombytning kan gennemføres enten som skattepligtig eller skattefri. Den skattepligtige aktieombytning behandles som en almindelig afståelse af kapitalandele jævnfør aktieavancebeskatningsloven, hvilket indebærer en eventuel avance indregnes i den skattepligtige indkomst jævnfør aktieavancebeskatningsloven § 12, mens et eventuelt tab behandles efter reglerne i aktieavancebeskatningsloven § 13. Alternativt kan aktieombytningen gennemføres skattefrit efter regler i aktieavancebeskatningsloven § 36. Ved en skattefri aktieombytning beskattes aktionæren ikke af en eventuel avance på tidspunktet for ombytningen. I stedet videreføres den oprindelige anskaffelsessum for aktierne i driftsselskabet til de modtagne aktier i holdingselskabet, hvorved beskatningen først udløses på et senere tidspunkt. For at kunne gennemføre en skattefri aktieombytning skal en række betingelser være

opfyldt. Det er blandt andet et krav at det erhvervende selskab opnår flertallet af stemmerettighederne i det erhvervede selskab jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 36, stk. 2. Derudover skal kapitalejeren på tidspunktet for afståelsen af kapitalandelene være fuld skattepligtig til Danmark (Olesen 2023, s. 219). Desuden stilles der krav om at vederlaget for de overdragende kapitalandele som udgangspunkt ydes i form af ejerandele i det erhvervende selskab, dog med mulighed for at en mindre del af vederlaget kan bestå af kontanter. Afhængigt af de konkrete forhold kan aktieombytning gennemføres med eller uden tilladelse fra Skattestyrelsen (Skat k). En fordel ved skattefri aktieombytning er at ejeren kan etablere en holdingstruktur uden at udløse beskatning på ombytningstidspunktet, hvilket er særligt relevant i ejerledede virksomheder med begrænset likviditet. Omvendt er det et krav at de modtagne aktier som udgangspunkt er omfattet af en bindingsperiode på 3 år. Derudover gælder den en række særlige betingelser som skal være opfyldt for at aktieombytningen kan gennemføres skattefri.

Samlet set er aktieombytning et centralt værktøj i forbindelse med selskabsomstrukturering og generationsskifte, da det muliggør en fleksibel tilpasning af ejerstrukturen uden nødvendigvis at udløse beskatning samtidig med at risiko og kapital kan adskilles mellem drift og ejerskab.

4.5 Værdiansættelse

Værdiansættelse af virksomheder er en central problemstilling i forbindelse med virksomhedsoverdragelser, fusioner og generationsskifter. Formålet med værdiansættelsen er at fastsætte virksomhedens økonomiske værdi på et givet tidspunkt baseret på virksomhedens forventede fremtidige indtjeningsevne, risiko og markedsforhold. I praksis findes der flere forskellige metoder til værdiansættelse af virksomheder (Erhardi et al. 2026, s. 16).

Overordnet kan værdiansættelsesmodeller opdeles i tre hovedkategorier: kapitalbaserede metoder, relative værdiansættelsesmetoder og substansværdimetoder. Kapitalbaserede metoder tager udgangspunkt i nutidsværdien af virksomhedens fremtidige pengestrømme, mens relative metoder bygger på sammenligning med andre virksomheder eller transaktioner i markedet. Substansbaserede metoder tager derimod udgangspunkt i virksomhedens aktiver og forpligtelser (Erhardi et al. 2026, s. 21-23).

I forbindelse med værdiansættelse af virksomheder anvendes især Discounted Cash Flow-modellen (DCF), multipelbaseret værdiansætte og den skematiske værdiansættelsesmetode (Erhardi et al. 2026, s. 21-22).

4.5.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Discounted Cash Flow-modellen er en af de mest udbredte kapitalbaserede værdiansættelsesmetoder. Metoden tager udgangspunkt i virksomhedens evne til at generere fremtidige pengestrømme, og virksomhedens værdi beregnes som nutidsværdien af disse forventede pengestrømme (Erhardi et al. 2026, s. 54).

DCF-modellen bygger på den finansielle antagelse om tidsværdien af penge, hvilket indebærer, at en krone i dag har en højere værdi end en krone i fremtiden. Derfor diskonteres de forventede fremtidige pengestrømme til nutidsværdi ved hjælp af en diskonteringsrente, som afspejler virksomhedens risiko.

Den generelle model kan udtrykkes ved følgende sammenhæng:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Hvor EV (Enterprise Value) er den estimerede værdi af virksomheden på gældfri basis, hvilket betyder, at værdien omfatter både ejernes og långivernes kapital. FCF (Free Cash Flow) er virksomhedens frie pengestrømme til alle kapitaludbydere, hvilket vil sige både ejere og långivere. WACC (Weighted Average Cost of Capital) er virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning, som afspejler afkastkravet fra både egenkapitalinvestorer og långivere (Erhardi et al. 2026, s. 54). Dermed er WACC diskonteringsfaktoren i DCF-modellen

WACC beregnes som et vægtet gennemsnit af afkastkravet til egenkapitalen og låneomkostningerne til fremmedkapitalen, hvor det vægten selvfølgelig bestemmes af den kapitalstruktur der er i virksomheden. Formlen for WACC ser sådan ud (Skat r):

$$WACC = GA \cdot K_d + EKA \cdot K_e$$

$GA = Gældsandel\,(Nettorentebærende\ gæld)$
$EKA = Egenkapitalandel$
$K_d = Fremmedkapitalomkostninger$
$K_e = Ejerafkastkrav$

Ejerafkastkravet fastsættes typisk ved brug af CAPM-modellen, hvor afkastkravet afhænger af flere ting. Det første er den risikofri rente, det andet er virksomhedens systematiske risiko og det tredje og sidste er markedsrisikopræmien. Det er vigtigt at WACC afspejler virksomhedens reelle risiko, fordi der skal være sammenhæng mellem de forventede pengestrømme og diskonteringsfaktoren. Formlen for CAPM ser sådan ud (Skat r):

$$K_e = r_f + \beta\left[E(r_m) - r_f\right]$$

$\beta = Beta\,(systematisk\ risiko)$
$E(r_m) = Forventet\ afkast\ ved\ investering\ i\ markedsporteføljen$
$r_f = Risikofrie\ rente$

Den risikofrie rente repræsenterer det afkast man kan få uden nogen risiko, hvilket kan være statsobligationer. Markedsrisikopræmien er hvor meget større et afkast investorer kræver for at investere i aktiemarkedet frem for statsobligationer. Beta viser, hvor risikofyldt det er at investere i virksomheden i forhold til aktiemarkedet som helhed. Hvis en virksomhed har en beta større end 1, vil den være mere risikofyldt end markedet og dermed vil investorer kræve et højere afkast. Modsat hvis Beta er lavere end 1, så er risikoen lavere ved at investere i virksomheden og investorerne vil kræve et lavere afkast (Sørensen 2022, s. 40).

For at man kan udregne alle disse nøgletal er det vigtigt, at man reformulerer regnskabet. Både resultatopgørelsen og balancen reformuleres for at skille driften fra finansieringen, da det skaber støj at blande de to ting.

En grundlæggende forudsætning i DCF-modellen er fastlæggelsen af virksomhedens frie pengestrømme, som udgør det beløb, der er til rådighed for både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer. De frie pengestrømme opgøres typisk med udgangspunkt i virksomhedens driftsresultat efter skat (NOPAT), korrigeret for investeringer i anlægsaktiver

samt ændringer i arbejdskapital (Erhardi et al. 2026, s. 54-59). Fastlæggelsen af de frie pengestrømme kræver derfor en række forudsætninger om virksomhedens fremtidige udvikling, herunder forventninger til omsætning, omkostningsstruktur og investeringsniveau. Disse forudsætninger har stor betydning for den endelige værdiansættelse, da selv mindre ændringer kan medføre væsentlige forskelle i de beregnede pengestrømme.
Diskonteringen af pengestrømmene sker ved anvendelse af WACC, som afspejler virksomhedens samlede kapitalomkostning (Erhardi et al. 2026, s. 54-59). I praksis opdeles værdiansættelsen i en budgetperiode og en terminalperiode. I budgetperioden estimeres de frie pengestrømme individuelt, mens værdien efter denne periode opgøres som en terminalværdi. Terminalværdien beregnes typisk ved anvendelse af en vækstmodel, hvor det antages, at virksomheden vokser med en konstant vækstrate på længere sigt. Det er vigtigt at bemærke, at terminalværdien ofte udgør en betydelig del af den samlede virksomhedsværdi. Dette medfører, at værdiansættelsen i høj grad er følsom over for de anvendte forudsætninger, herunder specielt vækstraten og diskonteringsrenten.

Selvom DCF-modellen er bredt anerkendt, så har den også nogle svagheder man skal være opmærksom på, når man bruger den. En ulempe ved modellen er, at den baseres på budgetter, som bliver sværere at ramme korrekt, jo længere ude i fremtiden man kigger. Derudover er kapitalomkostningerne svære at forudse størrelsen af jo længere ude i fremtiden man kigger. Til sidst afhænger værdiansættelsen meget af diskonteringsraten og vækstraten, som kan ændre markant på værdiansættelsen ved mindre justeringer (Segal 2025).

4.5.2 Multipelbaseret værdiansættelse

Multipelbaseret værdiansættelse er en relativ værdiansættelsesmetode, hvor værdien af virksomheden fastsættes ved at sammenligne den med andre virksomheder eller tidligere virksomhedstransaktioner. Metoden bygger på princippet om, at identiske eller sammenlignelige aktiver bør handles til samme værdi (Erhardi et al. 2026, s. 98).

Ved multipelmetoden anvendes finansielle nøgletal fra sammenlignelige virksomheder til at estimere værdien af den virksomhed, som analyseres. De mest anvendte multipler er eksempelvis EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E og EV/Omsætning (Erhardi et al. 2026, s. 99).

Multipelmetoden bliver i praksis ofte anvendt, da den er relativ enkel at anvende og kræver færre forudsætninger end eksempelvis DCF-modellen. Derudover bliver metoden ofte anvendt som et supplement til DCF-modellen, hvor multipler kan fungere som et 'sanity check' af den beregnede værdi (Erhardi et al. 2026, s. 98).

En væsentlig forudsætning for anvendelsen af multipelbaseret værdiansættelse er kvaliteten af de regnskabstal, som de anvendte nøgletal baseres på. Multipler baseres direkte på regnskabsstørrelser som for eksempel resultat, egenkapital og omsætning, hvilket indebærer at værdiansættelsen er afhængig af, hvor retvisende disse størrelser er opgjort. I den forbindelse bliver analysen af regnskabskvalitet vigtig, da forskelle i regnskabspraksis kan påvirke de anvendte multipler og dermed værdiansættelsen. Hvis virksomheder anvender forskellige regnskabsprincipper eller har forskellige grader af skøn i deres regnskaber, så kan det medføre, at det grundlag man basere sammenligningen på bliver mindre retvisende (Erhardi et al. 2026, s. 98-103).

Dette indebærer, at multipelmetoden ikke alene kræver udvælgelse af sammenlignelige virksomheder, men også en vurdering af, om de anvendte regnskabstal er sammenlignelige. Justeringer af regnskabstal kan derfor være nødvendige for at sikre et mere ensartet grundlag for værdiansættelsen. Derudover kan regnskabsmæssige skøn og vurderinger påvirke centrale nøgletal, som indgår i multipler. Dette gælder eksempelvis indregning af indtægter, afskrivninger og nedskrivninger, som kan variere mellem virksomheder. Sådanne forskelle kan medføre, at multipler ikke alene afspejler forskelle i økonomisk performance, men også forskelle i regnskabspraksis (Erhardi et al. 2026, s. 98-103).

Ligesom med DCF-modellen har denne model også sine ulemper og udfordringer. Det vigtigste er formentlig, at den gruppe af virksomheder man bruger til sammenligning, opfylder nogle bestemte krav:

- "Virksomheder der sammenlignes med, skal anvende de samme regnskabsprincipper på alle væsentlige områder"
- "Virksomhederne skal have samme rentabilitet."
- "Virksomhederne skal have (omtrent) samme forventede vækst i omsætning og indtjening."

- ”Virksomhedernes samlede risiko (driftsmæssig og finansiel risiko) skal være af samme størrelsesorden.” (Skat a)

Det vil sige, at hvis virksomhederne ikke er sammenlignelige, så falder grundlaget for analysen af værdiansættelsen væk.

4.5.3 Den skematiske værdiansættelsesmetode

Den skematiske værdiansættelsesmetode anvendes primært i skattemæssig sammenhæng ved værdiansættelse af unoterede virksomheder ved arv, gave og generationsskifte (Skat n). Modellen er udviklet for at skabe en ensartet og forudsigelig ramme for værdiansættelse, især når der sker overdragelse mellem interesseforbundne parter. Den bygger på faste beregningsprincipper, hvor virksomhedens indre værdi og historiske indtjening vægtes efter standardiserede regler (Skat n). Formålet er at sikre en skattemæssigt robust værdiansættelse, som reducerer risikoen for efterfølgende tvister med skattemyndighederne.

Idet modellen baserer sig udelukkende på historiske regnskabstal og ikke inddrager virksomhedens fremtidige indtjeningsevne, risikoprofil eller markedsmæssige potentiale, vil den skematiske værdiansættelse ofte resulterer i en lavere værdi end markedsbaserede værdiansættelsesmodeller (Beierholm 2025).

I praksis bliver den skematiske værdiansættelse primært anvendt som et skattemæssigt værktøj, fordi den giver en høj grad af sikkerhed og forudsigelighed for både rådgivere og virksomhedsejere. Den er især relevant i forbindelse med familieoverdragelser, hvor administrative hensyn ofte vægtes højt. Hvis formålet derimod er at fastlægge en økonomisk retvisende handelsværdi, bliver den skematiske værdiansættelse typisk suppleret med en af de mere markedsbasserede modeller (EY 2025).

En central del af den skematiske værdiansættelsesmetode er opgørelsen af virksomhedens værdi som summen af den regulerede egenkapital og en kapitaliseret merindtjening. Dette betyder, at der foretages en opdeling mellem virksomhedens indre værdi og den del af indtjeningen, som overstiger et normalafkast, og som derfor tillægges en specifik værdi jævnført boafgiftslovens § 12 a, stk. 9 (Skat q). Ved anvendelsen af modellen skal der foretages en række konkrete reguleringer af både egenkapital og resultatopgørelse. Disse reguleringer

har til formål at sikre, at værdiansættelsen tager udgangspunkt i virksomhedens faktiske økonomiske forhold. Det indebærer blandt andet, at der korrigeres for poster, som ikke anses for at være en del af den normale drift, herunder ekstraordinære indtægter, omkostninger og finansielle poster (Skat o).

Derudover foretages der en normalisering af virksomhedens indtjening, hvor der typisk tages udgangspunkt i et gennemsnit af de seneste års resultater. Formålet med dette er at reducere påvirkningen fra udsving i enkelte år og dermed opnå et mere stabilt grundlag for værdiansættelsen. Disse reguleringer fremgår af boafgiftslovens § 12 a stk. 4:

1. Finansielle indtægter fratrækkes bortset fra finansielle indtægter vedrørende finansieringsvirksomhed.
2. Finansielle udgifter tillægges bortset fra finansielle udgifter vedrørende finansieringsvirksomhed.
3. Ekstraordinære poster elimineres.
4. Afskrivninger på immaterielle aktiver tillægges.
5. I personligt drevne virksomheder fratrækkes ikkeudgiftsført løn eller vederlag til en eventuel medarbejdende ægtefælle.
6. Andre reguleringer, der er påkrævet for at kunne anvende reglerne i stk. 2-9.

Det fremgår af reglerne, at der i nogle tilfælde kan være behov for yderligere reguleringer, hvis de historiske regnskabstal ikke giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation på overdragelsestidspunktet. Dette kan eksempelvis være relevant, hvis virksomheden har gennemgået væsentlige ændringer i aktivitetsniveau eller indtjening kort før overdragelsen (Skat p). Samlet set indebærer disse reguleringer og normaliseringer, at den skematiske værdiansættelsesmetode, på trods af sin standardiserede tilgang, indeholder en grad af skøn. Dette gælder særligt i forhold til fastlæggelsen af den normaliserede indtjening og vurderingen af hvilke poster der skal reguleres, hvilket kan have betydning for den endelige værdiansættelse.

5. Case

Virksomheden NordWind Components ApS blev etableret i 2006 af Leif Vestergaard. Virksomheden producerer specialiserede metal- og kompositkomponenter til den danske vindmølleindustri, herunder beslag, montageelementer og maskinbearbejdede dele, som anvendes i både tårne, naceller og rotorstrukturer på moderne vindmøller. Virksomheden fungerer primært som underleverandør til større danske producenter og systemleverandører i vindmølleindustrien. Virksomheden er beliggende i Nordjylland, hvor den driver produktion fra en fabriksbygning i nærheden af Aalborg. Placeringen er strategisk valgt, da Nordjylland huser flere virksomheder inden for energiteknologi og metalindustri.

Da virksomheden blev etableret, havde Leif begrænset kapital til rådighed, men valgte alligevel at etablere virksomheden som et anpartsselskab (ApS) for at opnå en klar adskillelse mellem privatøkonomi og virksomhedens økonomi, samt at begrænse hæftelsen. Leif Vestergaard er i dag eneejer af selskabet og besidder 100 procent af anparterne.

Leif Vestergaard er uddannet maskiningeniør og har mere end 35 års erfaring fra metalindustrien. Før etableringen af NordWind Components ApS arbejde han i en årrække hos flere virksomheder i underleverandørleddet til vindmølleindustrien, hvor han opnåede et omfattende branchekendskab og et stærkt netværk blandt kunder og leverandører. Marianne Vestergaard, som er Leifs ægtefælle, er uddannet økonom, og har siden virksomhedens etablering haft ansvar for virksomheden administrative funktioner, herunder økonomistyring, bogføring, kontakt til revisor og bank samt HR-relaterede opgaver, uden at være ejer af selskabet.

NordWind Components ApS har i dag cirka 65 medarbejdere og råder over moderne produktionsfaciliteter med avancerede CNC-maskiner, robotbaseret svejsning og automatiserede produktionslinjer. Virksomheden har i de seneste år oplevet en stabil vækst i omsætningen, hvilket blandt andet skyldes den fortsatte udvikling i vindmølleindustrien og en stigende efterspørgsel efter specialiserede komponenter til større offshore projekter.

Leif og Marianne Vestergaard har en datter, Emma Vestergaard, som er 34 år gammel. Emma er uddannet civilingeniør i produktion og har efter endt uddannelse arbejdet flere år i en international industrivirksomhed. For fire år siden begyndte hun at arbejde i NordWind

Components ApS, hvor hun i dag har ansvar for virksomhedens produktionsudvikling og kvalitetssikring. Emma har således opnået et kendskab til virksomhedens produktion, kunder og leverandører og er derfor udset til at overtage virksomheden på sigt.

Leif er i dag 63 år, mens Marianne er 61 år, og de har derfor begge påbegyndt overvejelser om virksomhedens fremtid. Selvom Leif fortsat ønsker at være involveret i virksomheden i en overgangsperiode, ønsker han på længere sigt at trække sig tilbage fra den daglige drift. Samtidig er det vigtigt for ham, at virksomheden kan videreføres i familien. På den baggrund har Leif indledt drøftelser om et generationsskifte, hvor virksomheden overdrages til hans datter Emma.

6. Analyse

I det følgende afsnit foretages der en værdiansættelse af NordWind Components ApS med udgangspunkt i tre forskellige værdiansættelsesmodeller, den skematiske metode, DCF-modellen og den multipelbaserede model. Formålet er at vise, hvordan valget af metode påvirker den estimerede virksomhedsværdi, og hvilke forskelle der opstår som følge af de forskellige forudsætninger i de enkelte modeller.

For hver metode gennemføres der en konkret beregning på baggrund af NordWind Components ApS resultatopgørelse og balance for 2025. I forlængelse af det analyseres det, hvordan de enkelte metoders opbygning og forudsætninger påvirker den beregnede værdiansættelse. Der lægges i den forbindelse særligt vægt på forskelle mellem historisk og fremtidsbaserede værdiansættelse og den store betydning af skøn i forbindelse med centrale nøgletal. Til sidst vil der være fokus på metodernes anvendelighed i forbindelse med generationsskifte.

Resultaterne af de tre metoder blive sammenlignet, med det formål at vise forskellene og lighederne i de udregnede værdiansættelser. Dette danner grundlag for en efterfølgende analyse af, hvilken metode der giver det mest retvisende billede af NordWind Components ApS værdi.

Derudover analyseres de mest centrale selskabsretlige og skatteretlige forhold, som har betydning for gennemførelsen af generationsskiftet. Her undersøges blandt andet reglerne

omkring succession og pengetankreglen, og hvilken betydning disse har for muligheden for at gennemføre overdragelsen. Samtidig analyseres aktieombytning, som omstruktureringsmetode i forbindelse med generationsskifte, herunder hvordan denne kan anvendes til at skabe en mere hensigtsmæssig ejerstruktur. Endelig analyseres finansieringen af generationsskiftet, hvor der særligt fokuseres på gaveoverdragelse, kontant køb og gældsbrev. Formålet med dette er at undersøge, hvordan værdiansættelsen påvirker mulighederne for at gennemføre generationsskiftet i praksis.

6.1 Den skematiske metode

I dette afsnit analyseres værdiansættelsen af NordWind Components ApS foretaget efter den skematiske metode. Formålet med analysen er ikke alene at præsentere den beregnede værdi, men i højere grad at vise, hvordan de enkelte elementer i modellen påvirker den samlede værdiansættelse. Den skematiske metode adskiller sig fra de andre værdiansættelsesmetoder ved i høj grad at tage udgangspunkt i historiske regnskabstal og standardiserede beregninger, hvilket gør det relevant at analysere, hvordan disse forudsætninger konkret afspejler sig i den opgjorte værdi.

Til at starte med gives der et overblik over den samlede værdiansættelse, herunder fordelingen mellem reguleret egenkapital og kapitaliseret merindtjening. Dette danner grundlag for nærmere analyse af de to centrale elementer i modellen. Først analyseres den regulerede egenkapital med fokus på, hvordan reguleringer af virksomhedens aktiver og passiver påvirker værdien. Herefter analyseres merindtjeningen, hvor der lægges særlig vægt på betydningen af det vægtede gennemsnit af de historiske resultater og normalforrentning af driftsaktiverne. Afslutningsvist analyseres kapitaliseringen af merindtjeningen, herunder betydningen af levetid og kapitaliseringsfaktor, samt hvordan disse parametre påvirker goodwill og dermed den samlede virksomhedsværdi. Analysen har dermed til formål at skabe en dybere forståelse for, hvilke faktorer der driver værdiansættelsen i den skematiske metode, og hvordan modellens opbygning påvirker resultatet i NordWind Components ApS tilfælde.

Post	Beløb	
Egenkapital	64.300.000 kr.	
Regulering	500.000 kr.	
Reguleret Egenkapital	64.800.000 kr.	
Driftsaktiver	103.500.000 kr.	
Resultat år 1	6.700.000 kr.	
Resultat år 2	7.200.000 kr.	
Resultat år 3	7.600.000 kr.	
Resultat år 4	6.600.000 kr.	
Resultat år 5	3.042.000 kr.	
Vægtet resultat	5.700.667 kr.	
Kapitalafkastsats	2,00%	
Normalforrentning	5.175.000,00 kr.	
Merindtjening	525.667 kr.	
Levetid for merindtjening	6	år
Kapitaliseret merindtjening (Goodwill)	1.251.087 kr.	
Samlet virksomhedsværdi	66.051.087 kr.	

Tabel 1: Skematisk værdiansættelse, egen tilvirkning

Ovenfor ses beregningen af NordWind Components ApS estimerede værdi ved brug af den skematiske værdiansættelsesmodel. Resultatet er beregnet på baggrund af regnskabet fra 2025 og på baggrund af beregningen, så er den samlede virksomhedsværdi opgjort til 66.051.087 kr. Værdien består af to hovedelementer: den regulerede egenkapital på 64.800.000 kr. og den kapitaliserede merindtjening, som udgør 1.251.087 kr. Det ses dermed, at langt størstedelen af virksomhedens værdi stammer fra den regulerede egenkapital. Goodwill udgør kun en lille del af den samlede værdiansættelse. Det viser, at værdiansættelsen efter den skematiske metode i denne case primært er drevet af virksomhedens aktiver og egenkapital frem for en høj overnormal indtjening.

Merindtjeningen er opgjort til 525.667 kr., hvilket viser, at NordWind Components ApS kun i begrænset omfang skaber et afkast ud over normalforrentningen af driftsaktiverne. Dette får direkte betydning for goodwill, da den kapitaliserede merindtjening kun tillægger virksomheden en begrænset ekstra værdi. Den skematiske metode giver derfor i dette tilfælde en samlet værdiansættelse, hvor aktiverne har størst betydning for den endelige virksomhedsværdi.

Hvis man fokuserer på den regulerede egenkapital, så er den på et middel niveau. Hvis man tænker på at NordWind Components ApS er en produktionsvirksomhed, som har flere og dyre maskiner til at producere komponenter til vindmøllebranchen, så skal der også en stor mængde finansiering til. I dette tilfælde er kapitalstrukturen fordelt sådan at 46 procent af aktiverne er finansieret med egenkapital og 54 procent er finansieret med gæld. Dette viser at den regulerede egenkapital er relativt høj og virksomheden er modstandsdygtig overfor modgang.

Det forhold, at næsten halvdelen af aktiverne er finansieret med egenkapital, indikerer at virksomheden har en solid kapitalbeholdning. Dette giver en økonomisk robusthed, da virksomheden i mindre grad er afhængig af ekstern finansiering og dermed også er mindre sårbar over for ændringer i renteniveauet eller kreditvilkår. Samtidig betyder det, at virksomheden har bedre mulighed for at håndtere tab i perioder med lavere indtjening uden at komme i likviditetsmæssige problemer. Omvendt indebærer en gældsandel på 54 procent, at virksomheden stadig gør brug af fremmedfinansiering i et væsentligt omfang, hvilket er normalt for produktionsvirksomheder, som er kapitaltunge. Gæld kan i denne sammenhæng være med til at øge afkastet på egenkapitalen, så længe virksomheden formår at skabe et afkast, som er større end omkostningen ved gælden. Dette betyder at kapitalstrukturen afspejler en balance mellem risiko og afkast.

I forhold til den skematiske værdiansættelse, så har den regulerede egenkapital en direkte og væsentlig betydning, da den udgør den største del af den samlede virksomhedsværdi. I dette tilfælde med NordWind Components ApS ses det tydeligt, at langt størstedelen af værdien stammer fra egenkapitalen, mens goodwill kun udgør en mindre andel. Dette understreger, at værdiansættelsen i høj grad er aktivbaseret, hvilket er typisk for kapitaltunge virksomheder som NordWind Components ApS. Samlet set viser analysen, at den regulerede egenkapital på 64,8 millioner kroner spiller en afgørende rolle i værdiansættelsen, og at virksomhedens solide kapitalstruktur er med til at understøtte den opgjorte værdi. Dette betyder samtidig, at ændringer i værdiansættelsen af aktiverne vil have stor betydning for den samlede virksomhedsværdi, da denne i høj grad er drevet af mængden af aktiver frem for merindtjening. Det vil sige i dette tilfælde, at en stigning i den regulerede egenkapital vil give en tilsvarende stigning af virksomhedens værdi og den procentvise stigning vil ikke være ens, men tæt på fordi den kapitaliserede merindtjening som også er kendt som goodwillen er relativt lille i NordWind Components ApS tilfælde.

Det næste kerneelement i den skematiske model er merindtjeningen, som bruges til at beregne goodwillen. Merindtjeningen er i denne case opgjort til 525.667 kr., hvilket er relativt lavt set i forhold til virksomhedens størrelse og kapitalbinding. Dette skyldes primært, at det vægtede gennemsnit af de historiske resultater på 5.700.667 kr. i høj grad elimineres af den høje normalforretning på 5.175.000 kr. Det vægtede gennemsnit viser, at NordWind Components ApS historisk set har haft en relativ stabil indtjening, dog med en variation i de enkelte år. Særligt det seneste år med et resultat på 3.042.000 kr. trækker gennemsnittet ned, hvilket har en direkte negativ effekt på merindtjeningen (Bilag 1). Grunden til det er, at vindmøllebranchen har haft nogle gode år grundet den øgede fokus på den grønne omstilling. Dette har afspejlet sig i virksomhedens resultater, men i 2025 har branchen mødt noget modgang grundet Trumps modstand af vindmøller og dette kan ses i NordWind Components ApS regnskab for 2025. Dette viser, at den skematiske metode er følsom over for udsving i de historiske resultater, især når der anvendes vægtning, hvor de nyeste år tillægges størst betydning. Rent matematisk ser formlen for det vægtede resultat sådan ud (Skat p):

$$\frac{\big((Resultat\ \text{år}\ 1 \cdot 1) + (Resultat\ \text{år}\ 2 \cdot 2) + (Resultat\ \text{år}\ 3 \cdot 3) + (Resultat\ \text{år}\ 4 \cdot 4) + (Resultat\ \text{år}\ 5 \cdot 5)\big)}{15}$$

I denne case er der ikke trukket driftsherreløn fra, hvilket skyldes, at der er tale om et selskab og ikke en personligt drevet virksomhed. Dette betyder specifikt, at merindtjeningen bliver højere, end hvis der havde været tale om en personlig virksomhed, hvor der skulle korrigeres for ejerens arbejdsindsats. Det betyder, at den beregnede merindtjening i denne case i højere grad afspejler virksomhedens reelle indtjeningsevne (Skat p).

Den mest væsentlige forklaring på den lave merindtjening findes i den høje normalforrentning. Med driftsaktiver på 103.500.000 kr. og en kapitalafkastsats på 2% + 3%, bliver normalforrentningen meget høj. Dette er beregnet ved hjælp af virksomhedsskattelovens § 7 og 9 og C.D.2.4.4.2.2 Standardrenten - SEL § 11 B, stk. 2. Dette betyder, at virksomheden kun skaber et begrænset afkast, der ligger over det forventede minimumsafkast. Konsekvensen af dette er, at den kapitaliserede merindtjening (goodwill) kun udgør 1.251.087 kr., hvilket er en meget lille andel af den samlede virksomhedsværdi. Det viser, at NordWind Components ApS i den skematiske metode primært værdiansættes ud fra sine aktiver og ikke sin indtjeningsevne. Samlet set viser dette, at selvom virksomheden genererer et positivt resultat, er dette ikke tilstrækkeligt højt i forhold til den kapital, der er bundet i virksomheden, til at skabe en væsentlig overnormal indtjening. Dette er en stor årsag til, at goodwill bliver relativt lav i denne

værdiansættelse. I det tilfælde, at den kapitaliserede merindtjening havde været negativ, så havde der ikke været noget goodwill og virksomhedens værdi havde kun bestået af den regulerede egenkapital.

Efter opgørelsen af merindtjeningen kapitaliseres den for at fastlægge værdien af virksomhedens goodwill. I denne case er merindtjeningen opgjort til 525.667 kr., som herefter kapitaliseres over en levetid på 6 år, som er bestemt efter C.J.3.3.2.2 Opgørelse af den kapitaliserede merindtjening ved at benytte ROIC og omsætningsvæksten som er udregnet i forbindelse med DCF i efterfølgende afsnit 6.2. Kapitaliseringen sker ved at gange merindtjeningen med en kapitaliseringsfaktor, som er fastsat på baggrund af levetiden og den anvendte diskonteringsrente. I dette tilfælde fremgår det, at den kapitaliserede merindtjening udgør 1.251.087 kr., hvilket betyder en kapitaliseringsfaktor på 2,38 som er bestemt i skemaet i C.J.3.3.2.2 Opgørelse af den kapitaliserede merindtjening ved at bruge levetiden på 6 år og kapitalafkastsatsen på 2 procent. Dette betyder, at den årlige merindtjening værdisættes til ca. 2,38 gange sit niveau når der tages højde for risiko og tidshorisont.

Levetiden på 6 år viser, at merindtjeningen forventes at kunne opretholdes i en begrænset periode. Dette er en relativt kort horisont, hvilket reducerer værdien af goodwill, da merindtjeningen ikke antages at være varig. Jo længere levetid, desto højere kapitaliseringsfaktor og dermed højere goodwill og omvendt.

Diskonteringsrenten, som i dette tilfælde er 10 procent efter skemaet i C.J.3.3.2.2 Opgørelse af den kapitaliserede merindtjening, er med til at bestemme kapitaliseringsfaktoren, afspejler virksomhedens risiko. En højere rente vil betyde en lavere kapitaliseringsfaktor, da fremtidige pengestrømme tillægges mindre værdi i nutidsværdi. I denne case medfører den anvendte rente, at kapitaliseringsfaktoren holdes på et middel niveau, hvilket begrænser goodwillens størrelse. Samlet set medfører kapitaliseringen, at goodwill opgøres til 1.251.087 kr., som fortsat er en relativt begrænset andel af den samlede virksomhedsværdi på 66.051.087 kr. Dette understreger, at selvom merindtjeningen er positiv, så er det i høj grad forudsætningerne om levetid og diskonteringsrente, som bestemmer hvor stor betydning den får for værdiansættelsen.

Dette viser dermed, at kapitaliseringen fungerer som det afgørende led mellem merindtjening og den endelige værdi, da mindre ændringer i levetid eller diskonteringsrente kan have en væsentlig effekt på goodwill og dermed den samlede virksomhedsværdi.

6.1.1 Delkonklusion

Den skematiske værdiansættelse af NordWind Components ApS viser, at virksomhedens samlede værdi i høj grad er drevet af den regulerede egenkapital, mens den kapitaliserede merindtjening kun har en begrænset betydning. Den opgjorte virksomhedsværdi på 66.051.087 kr. består derfor næsten udelukkende af værdien af virksomhedens aktiver. Analysen viser, at den relativt lave merindtjening på 525.667 kr. primært skyldes den høje normalforrentning af virksomhedens betydelige driftsaktiver. Selvom virksomheden historisk har haft en stabil indtjening, så er denne ikke høj nok i forhold til den kapital, som er bundet i virksomheden, til at skabe en væsentlig indtjening. Dette medfører, at goodwill kun udgør en mindre del af den samlede værdiansættelse.

Derudover fremgår det, at kapitaliseringen af merindtjeningen har en afgørende betydning for goodwillens størrelse. Den relativt korte levetid på 6 år og den anvendte diskonteringsrente fører til en middelhøj kapitaliseringsfaktor, som igen begrænser værdien af goodwillen. Samtidig viser analysen, at selv mindre ændringer i forudsætningerne kan have en væsentlig effekt på den endelige værdiansættelse. Samlet set viser analysen, at den skematiske metode i denne case i høj grad afspejler virksomhedens historiske og aktivers værdi frem for dens fremtidige indtjeningsevne. Dette understreger, at metoden kan være mindre egnet til at værdiansætte virksomheder med vækstpotentiale, men til gengæld giver et mere stabilt estimat af virksomhedens værdi.

6.2 DCF-modellen

I dette afsnit foretages en værdiansættelse af NordWind Components ApS ved brug af Discounted Cash Flow-modellen (DCF). Formålet med analysen er at estimere virksomhedens værdi på baggrund af dens forventede fremtidige pengestrømme og dermed opnå et mere fremtidsfokuseret billede af virksomhedens økonomiske potentiale sammenlignet med den skematiske metode. DCF-modellen tager udgangspunkt i virksomhedens evne til at generere

frie pengestrømme til både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer. Disse pengestrømme tilbagediskonteres til nutidsværdi ved hjælp af en diskonteringsrente, som afspejler virksomhedens risiko. Den samlede virksomhedsværdi opgøres derfor som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme samt en terminalværdi, der repræsenterer værdien efter budgetperioden.

Analysen starter med en budgettering af virksomhedens fremtidige pengestrømme, hvor der opstilles forudsætninger om blandt andet omsætningsvækst, omkostningsstruktur og investeringer. Herefter beregnes de frie pengestrømme, som danner grundlag for værdiansættelsen. I forlængelse heraf fastsættes virksomhedens WACC, som bruges til at diskontere pengestrømmene til nutidsværdi. Til sidst beregnes terminalværdien, hvorefter den samlede virksomhedsværdi opgøres. I analysen lægges der særlig vægt på betydningen af de centrale forudsætninger, herunder vækstrater og diskonteringsrente, samt hvordan ændringer i disse påvirker den endelige værdiansættelse.

Nutidsværdi af d, budgetperiode	57.405.925
Nutidsværdi af d, terminalperiode	141.545.464
Aktionærværdi	**198.951.390**

re	6,2%
g	2%

	Nutidsværdi af d					
	Terminalperiode	2026	2027	2028	2029	2030
d	2.095.576	32.314.147	1.791.307	1.862.959	1.937.478	2.014.977
NV(d)	141.545.464	31.680.536	3.477.932	5.372.557	7.377.389	9.497.511

Tabel 2: Discounted Cash Flow, egen tilvirkning

På baggrund af DCF-beregningen er værdien af NordWind Components ApS opgjort til en aktionærværdi på 198.951.390 kr. Værdien beregnes som summen af nutidsværdien af pengestrømmene i budgetperioden samt nutidsværdien af terminalperioden. Nutidsværdien af pengestrømmene i budgetperioden udgør 57.405.925 kr. som det kan ses ovenfor, mens nutidsværdien af terminalperioden udgør 141.545.464 kr. Det fremgår dermed tydeligt, at langt størstedelen af virksomhedens værdi kommer fra terminalperioden.

Dette viser, at værdiansættelsen i høj grad er drevet af forventninger til virksomhedens fremtidige indtjening efter budgetperioden på de 5 år. Terminalværdien udgør derfor over halvdelen af den samlede værdi, hvilket er typisk for DCF-modellen, men samtidig medfører en vis usikkerhed, da værdien er afhængig af langsigtede forudsætninger. Den anvendte vækstrate i terminalperioden er fastsat til 2 procent, hvilket afspejler moderat og langsigtet

vækst i virksomheden. Samtidig er afkastkravet (re) fastsat til 6,2 procent, hvilket afspejler virksomhedens risikoprofil. Kombinationen af en relativt lav diskonteringsrente og en positiv vækstforventning medfører en høj terminalværdi, hvilket har stor betydning for den samlede værdiansættelse.

Samlet set viser overblikket, at DCF-værdien i høj grad er fokuseret på fremtiden og baseret på forventninger til fremtidig vækst og indtjening. Dette adskiller sig fra den skematiske metode, hvor værdien primært var drevet af virksomhedens aktiver. I denne model er det derimod virksomhedens fremtidige pengestrømme, der er den afgørende værdidriver.

6.2.1 Reformuleringer

Det første og mest grundlæggende man skal gøre, for at kunne udregne DCF-modellen er at man skal reformulere både resultatopgørelsen og balancen. Det gøres som tidligere nævnt for at adskille driftsaktiviteten fra finansieringen, som gør at den endelige værdiansættelse afspejler værdien af driften og ikke bliver påvirket af virksomhedens kapitalstruktur. Reformuleringen er lavet ud fra NordWind Components ApS regnskab for 2025.

Balancen er reformuleret ved at dele de eksisterende poster op i immaterielle driftsaktiver, materielle driftsaktiver, kortfristede driftsaktiver, finansielle aktiver, ordinær egenkapital, finansielle forpligtelser og kortfristede driftsforpligtelser. Dette fører til en reformuleret balance, som ser sådan ud som vist nedenfor (Sørensen 2022, s. 213–245).

Balance	2025
Immaterielle driftsaktiver	2.300.000
Materielle driftsaktiver	81.500.000
Andre langfristede driftsaktiver	0
Langfristede driftsforpligtelser	0
Anlægskapital	83.800.000
Kortfristede driftsaktiver	49.500.000
Kortfristede driftsforpligtelser	(29.800.000)
Arbejdskapital	19.700.000
Netto driftsaktiver	**103.500.000**
Finansielle aktiver	(6.500.000)
Finansielle forpligtelser	45.700.000
Netto finansielle forpligtelser	**39.200.000**
Minoritetsinteresser	0
Ordinær egenkapital	**64.300.000**
Samlet finansiering	**103.500.000**

Tabel 3: Reformuleret balance, egen tilvirkning

Den reformulerede balance giver et overblik over, hvordan NordWind Components ApS' kapital er bundet i driften, og hvordan denne er finansieret. Det kan ses, at virksomheden har netto driftsaktiver på i alt 103.500.000 kr., hvilket viser at der er en betydelig kapitalbinding i driften. Det er også dette tal der bruges i den skematiske metode. Dette er igen forventeligt, da der er tale om en produktionsvirksomhed med store investeringer i materielle anlægsaktiver, som udgør størstedelen af de samlede driftsaktiver.

Samlet set har den reformulerede balance en direkte betydning for den efterfølgende værdiansættelse i DCF-modellen. De høje nettodriftsaktiver på 103.500.000 kr. viser, at der er bundet en stor mængde kapital i virksomheden, som medfører et højt krav til afkastet. Dette kommer til udtryk gennem en høj normalforrentning i den skematiske metode og påvirker samtidig de frie pengestrømme negativt i DCF-modellen, da der skal investeres betydelige midler for at opretholde driften. Den kapitaltunge struktur betyder dermed, at en stor del af virksomhedens værdi skal skabes gennem stabil og høj indtjening, der kan retfærdiggøre den investerede kapital. Hvis indtjeningen ikke er høj nok, så vil det have en negativ effekt på værdiansættelsen. Samtidig bidrager den relativt solide egenkapital til at reducere risikoen i virksomheden, som kan have en positiv effekt på diskonteringsrenten. Dette kan isoleret set øge virksomhedens værdi, da fremtidige pengestrømme diskonteres med en lavere rente.

Samlet set viser den reformulerede balance, at NordWind Components ApS' værdi i høj grad afhænger af kombinationen mellem en høj kapitalbinding og virksomhedens evne til at skabe afkast på denne kapital. Dette er afgørende for både den skematiske værdiansættelse og DCF-modellen, hvor balancen danner fundamentet for henholdsvis normalforrentning og beregningen af frie pengestrømme.

Resultatopgørelsen er ligesom balancen blevet reformuleret ved at dele posterne op i kategorier og de er: core nettoomsætning, core driftsomkostninger, afskrivninger og amortiseringer, core finansielle indtægter, core finansielle omkostninger og skat af årets resultat. Dette leder til en reformuleret resultatopgørelse som er ud som vist nedenfor (Sørensen 2022, s. 213–245).

Resultatopgørelse	**2025**
Core nettoomsætning	300.000.000
Core driftsomkostninger	(286.400.000)
EBITDA	13.600.000
Afskrivninger & Amortiseringer	(7.700.000)
EBIT	5.900.000
Skat på EBIT	(1.298.000)
NOPAT	4.602.000
Core driftsoverskud, e.s.	**4.602.000**
Samlet driftsoverskud, e.s.	**4.602.000**
Core finansielle omkostninger	(3.000.000)
Core finansielle indtægter	1.000.000
Core NFO, f.s.	(2.000.000)
Skattefordel på core NFO	440.000
Core NFO, e.s.	(1.560.000)
Netto finansielle omkostninger, e.s.	**(1.560.000)**
Samlet totalindkomst	**3.042.000**
Minoritetsinteressernes andel	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer	**3.042.000**

Tabel 4: Reformuleret resultatopgørelse, egen tilvirkning

Den reformulerede resultatopgørelse giver et overblik over NordWind Components ApS' indtjening opdelt i drift og finansiering, hvilket er vigtigt i forhold til værdiansættelsen. Det kan ses, at virksomheden har en core nettoomsætning på 300.000.000 kr. og et EBIT på 5.900.000 kr. som resulterer i en NOPAT på 4.602.000 kr. Dette viser at virksomheden

genererer et positivt driftsoverskud, men at indtjeningen er relativt begrænset i forhold til omsætningen.

En EBITDA på 13.600.000 kr. indikerer at virksomheden har en betydelig indtjening fra driften før afskrivninger, men de relativt høje afskrivninger på 7.700.000 kr. reducerer EBIT væsentligt. Dette understreger, at der er tale om en kapitaltung virksomhed, hvor store investeringer i anlægsaktiver medfører høje afskrivninger. Den reformulerede opgørelse viser samtidig, at de finansielle poster har en negativ effekt på den samlede indtjening. De netto finansielle omkostninger efter skat udgør 1.560.000 kr. hvilket reducerer totalindkomsten til 3.042.000 kr. Dette tyder på, at gældsfinansieringen har en reel omkostning, som påvirker det endelige resultat til ejerne.

I forhold til beregningen af virksomhedens værdi er det særligt NOPAT på 4.602.000 kr. der er central, da denne danner grundlag for beregningen af de frie pengestrømme. NOPAT afspejler virksomhedens driftsmæssige indtjening uafhængigt af finansiering, hvilket gør den velegnet til at estimere virksomhedens værdiskabelse. Samtidig viser resultatopgørelsen, at den relativt lave EBIT-margin betyder at virksomheden ikke genererer en høj indtjening i forhold til sin omsætning. Når dette ses i sammenhæng med de høje investeringer og kapitalbinding i driften, vil det have en negativ effekt på de frie pengestrømme og dermed på den samlede værdiansættelse i DCF-modellen.

Samlet set viser den reformulerede resultatopgørelse, at NordWind Components ApS har en stabil, men relativt begrænset indtjening i forhold til sin størrelse. Dette betyder at værdiansættelsen i DCF-modellen i høj grad afhænger af, om virksomheden i fremtiden kan forbedre sin indtjening eller opretholde en stabil vækst, da det er de fremtidige pengestrømme som der i sidste ende driver værdien.

6.2.2 Kapitalomkostninger

På baggrund af reformuleringen og efterfølgende en rentabilitetsanalyse er det muligt at udregne kapitalomkostningerne, som er ejernes afkastkrav og WACC, som er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Udregningerne ses nedenfor og de gule felter er værdier man er nødt til at lave et skøn på, eller finde værdierne uden for virksomheden. Den risikofrie

rente er sat til 2 procent da det er almindeligt brugt. Det er cirka det renten ligger på for danske statsobligationer (World government bonds 2026). Det forventede markedsafkast er sat til 5 procent som måske er lidt lavt sat baseret på de seneste år, men det skal afspejle afkastet ved en beta på 1, hvor risikoen følger markedet. EK-vægtningen på 0,46 er beregnet ud fra regnskabet for 2025.

Beregning af egenkapitalomkostninger

$r_e = r_f + ß * (E(r_m) - r_F)$

hvor

r_e er egenkapitalomkostninger / ejernes afkastkrav

r_f er den risikofri rente

ß er beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ er forventet afkast af markedsporteføljе

$E(r_m) - r_F$ er markedets risikopræmie

Inputs			
Risikofri rente (rf)	2,0%		
Beta	1,4		
Forv. markedsafkast E(rm)	5,0%		
Beregning			
Ejernes afkastkrav (re)	= **6,2%**	=	0,02 + 1,4 * (0,05 - 0,02)

Beregning af driftsaktivitetens kapitalomkostninger

$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$

hvor

r_{wacc} er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E er markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} er markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{EV} er markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e er ejernes afkastkrav (%)

r_g er de finansielle omkostninger efter skat (%)

Inputs			
Ejernes afkastkrav (re)	6,2%		
Gennemsnitlig lånerente (rg)	8,0%		
Skønnet EK vægtning (0-1)	0,46		
Beregning			
WACC	= **7,1%**	=	0,46 * 0,062 + 0,54 * 0,08

Tabel 5: Beregning af egenkapitalomkostninger og driftsaktivitetens kapitalomkostninger, egen tilvirkning

Beregningen af ejernes afkastkrav og WACC giver et billede af den risiko, som der er forbundet med at investere i NordWind Components ApS og har dermed en direkte betydning for den endelige værdiansættelse i DCF-modellen. Ejernes afkastkrav er opgjort til 6,2 procent, hvilket er beregnet ved anvendelse af CAPM. Dette afkastkrav afspejler den risiko, som investorerne påtager sig ved at investere i virksomheden, herunder både den generelle markedsrisiko og virksomhedens risiko målt ved 1,4. En beta over 1 indikerer, at virksomheden er mere risikofyldt end markedet generelt, hvilket trækker afkastkravet op (Sørensen 2022, s. 40). De 1,4 er et skøn ud fra at NordWind Components ApS ikke er en stor spiller i vindmøllebranchen, samtidig med branchen som tidligere nævnt har været inde i en periode med modgang og uforudsigelighed.

WACC er opgjort til 7,1 procent, som udtrykker virksomhedens samlede kapitalomkostning, hvor både egenkapital og fremmedkapital indgår. Det kan ses at WACC ligger højere end ejernes afkastkrav, hvilket skyldes at gælden har en relativt høj rente på 8 procent og at gældsandelen udgør 54 procent af kapitalstrukturen. Dette betyder, at finansieringen ved hjælp

af gæld samlet set øger virksomhedens kapitalomkostninger. I DCF-modellen har WACC en afgørende betydning, da den anvendes til at diskontere de fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. En højere WACC vil medføre en lavere nutidsværdi af pengestrømmene og dermed en lavere virksomhedsværdi, mens en lavere WACC vil have den modsatte effekt. I denne case medfører en WACC på 7,1 procent at pengestrømmene diskonteres relativt hårdt, som er med til at reducere den samlede værdiansættelse.

Samtidig betyder forskellen mellem afkastkravet og virksomhedens faktiske afkast, at det er afgørende om NordWind Components ApS formår at skabe et afkast der overstiger WACC. Hvis virksomheden ikke kan generere et tilstrækkeligt afkast i forhold til kapitalomkostningerne, så vil det have en negativ effekt på værdiskabelsen og dermed på værdiansættelsen.
Hvis man ser samlet på beregningerne, så viser de at både ejernes afkastkrav og WACC spiller en central rolle i DCF-modellen da de er viser virksomhedens risiko og afkastkrav. Disse parametre er derfor afgørende for den endelige værdiansættelse og selv mindre ændringer i forudsætningerne kan have en væsentlig effekt på den beregnede virksomhedsværdi.

6.2.3 Budgettering

Budgetteringen nedenfor er udregnet på baggrund af tidligere beregnede nøgletal og en salgsvækst på 4 procent årligt som er et skøn ud fra den situation NordWind Components ApS står samtid med den er cirka dobbelt så stor som man siger BNP plejer at stige med om året, som er de 2 procent.

Budgettering		2025 (år 0)	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal-periode
Balanceværdier								
Netto driftsaktiver (NDA)		103.500.000	55.161.600	57.368.064	59.662.787	62.049.298	64.531.270	67.112.521
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		39.200.000	20.899.737	21.735.726	22.605.155	23.509.361	24.449.736	25.427.725
Ordinær egenkapital (EK)		64.300.000	34.261.863	35.632.338	37.057.631	38.539.937	40.081.534	41.684.795
Resultatopgørelse								
Core nettoomsætning		300.000.000	312.000.000	324.480.000	337.459.200	350.957.568	364.995.871	379.595.706
NOPAT			4.680.000	4.867.200	5.061.888	5.264.364	5.474.938	5.693.936
Core DO andet e.s.			0	0	0	0	0	0
Core driftsoverskud, e.s.			4.680.000	4.867.200	5.061.888	5.264.364	5.474.938	5.693.936
Core NFO, e.s.			(2.403.989)	(1.705.419)	(1.773.635)	(1.844.581)	(1.918.364)	(1.995.098)
Nettooverskud (NO)			2.276.011	3.161.781	3.288.253	3.419.783	3.556.574	3.698.837
Mellemregninger								
Δ EK			(30.038.137)	1.370.475	1.425.294	1.482.305	1.541.597	1.603.261
Δ NDA			(48.338.400)	2.206.464	2.294.723	2.386.511	2.481.972	2.581.251
Normaloverskud, EK re (0,062) * EK(t-1)			3.986.600	2.124.236	2.209.205	2.297.573	2.389.476	2.485.055
Normaloverskud, drift wacc (0,071) * NDA(t-1)			7.400.208	3.944.032	4.101.793	4.265.865	4.436.499	4.613.959
Værdimålere								
d	NO - Δ EK		32.314.147	1.791.307	1.862.959	1.937.478	2.014.977	2.095.576
FCF	DO - Δ NDA		53.018.400	2.660.736	2.767.165	2.877.852	2.992.966	3.112.685
RI	NO - Normaloverskud, EK		(1.710.589)	1.037.546	1.079.048	1.122.210	1.167.098	1.213.782
RIDO	DO - Normaloverskud, drift		(2.720.208)	923.168	960.095	998.499	1.038.439	1.079.976
Budgettering								
Salgsvækst		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Invers omsætningshastighed (1/AOH)		0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Overskudsgrad, salg (OG salg)		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
DO andet e.s. / salg (fasthold)		0,0	0	0	0	0	0	0
Finansiel gearing (FGEAR)		0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
E.s lånerente (Core r)		8,0%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%

Tabel 6: Budgettering NordWind Components ApS, egen tilvirkning

Den opstillede budgettering giver et samlet billede af virksomhedens forventede udvikling i både drift, kapitalbinding og finansiering, og danner dermed grundlaget for beregningen af de frie pengestrømme i DCF-modellen. Det ses som sagt, at omsætningen forventes at vokse stabilt med 4 procent årligt, hvilket afspejler en ydmyg vækst i en branche, som der fortsat er præget af den grønne omstilling. Samtidig er overskudsgraden udregnet til 1,5 procent, som viser at virksomheden opererer med ret lave marginer, hvilket er typisk for kapitaltunge produktionsvirksomheder.

NOPAT udvikler sig svagt stigende fra 4.680.000 kr. i 2026 til 5.693.936 kr. i terminalperioden, hvilket viser en stabil men begrænset forbedring i indtjeningsevnen. Denne udvikling har en direkte positiv effekt på de frie pengestrømme, men effekten begrænses af den betydelige kapitalbinding i driften. Dette kan ses ved, at netto driftsaktiverne (NDA) stiger løbende, som medfører en reducering af de frie pengestrømme. FCF udvikler sig fra 53.018.400

kr. i 2026 til 3.112.685 kr. i terminalperioden, hvilket viser at de frie pengestrømme er påvirket af store investeringer i driften i starten af perioden. Over tid stabiliseres pengestrømmene, hvilket er afgørende for værdiansættelsen, da DCF-modellen i høj grad er afhængig af stabile og forudsigelige cash flows. Samtidig viser budgettet, at finansieringsstrukturen forbliver relativ konstant med en finansiel gearing på 0,61, hvilket betyder at virksomheden fortsat anvender en betydelig andel fremmedkapital. Dette påvirker både risikoen og diskonteringsrenten, som anvendes i værdiansættelsen.

I forhold til DCF-modellen betyder budgetteringen, at virksomhedens værdi i høj grad er drevet af forventningen om stabil vækst og gradvist stigende indtjening, men samtidig begrænses af den høje kapitalbinding. Det er derfor ikke kun væksten i omsætningen der er afgørende, men også meget virksomhedens evne til at omsætte denne vækst til frie pengestrømme. Overordnet set viser budgettet, at NordWind Components ApS forventes at udvikle sig stabilt, men uden markante forbedringer i rentabiliteten. Dette leder til at værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen bliver moderat og meget afhængig af de langsigtede forudsætninger i terminalperioden.

6.2.4 Resultatet

På baggrund af den udførte DCF-analyse er værdien af NordWind Components ApS opgjort til en aktionærværdi på 198.951.390 kr., som tidligere vist. Denne værdi er udregnet ved at kombinere de diskonterede pengestrømme fra budgetperioden med den diskonterede terminalværdi. Pengestrømmene i perioden 2026 til 2030 er fastlagt på baggrund af de opstillede budgetforudsætninger om vækst, indtjening og kapitalbinding, hvor de efter er tilbagediskonteret med en WACC på 7,1 procent. Terminalværdien er opgjort med udgangspunkt i en langsigtet vækstrate på 2 procent, som viser en stabil udvikling efter budgetperioden. Denne værdi er herefter diskonteret til nutidsværdi og udgør den største del af den samlede værdiansættelse.

Resultatet viser dermed, at værdiansættelsen i høj grad er bestemt af de langsigtede forudsætninger, hvor især vækstraten og diskonteringsrenten har stor betydning. Samtidig er værdien afhængig af, hvordan den fremtidige udvikling i pengestrømme er estimeret gennem budgettet, hvor selv mindre ændringer i centrale drivere som vækst og marginer vil slå direkte

igennem på den endelige værdi. Samlet set er værdien et udtryk for den forventede fremtidige indtjeningsevne, hvor både kortsigtede pengestrømme og langsigtede antagelser spiller en afgørende rolle.

6.2.5 Delkonklusion

DCF-analysen viser at værdien af NordWind Components ApS i høj grad er drevet af virksomhedens evne til at generere fremtidige pengestrømme samt de forudsætninger, som ligger til grund for dem. Den opgjorte aktionærværdi på 198.951.390 kr. afspejler et scenarie med stabil vækst og en relativt lav, men positiv indtjening, hvor værdien overvejende stammer fra terminalperioden. Analysen understreger, at særligt tre elementer er afgørende for værdiansættelse. For det første har virksomhedens kapitalstruktur og høje kapitalbinding en væsentlig betydning, da dette begrænser de frie pengestrømme og dermed værdiskabelsen. For det andet er indtjeningsevnen central, hvor de lave marginer betyder at selv små ændringer i rentabiliteten kan få stor effekt på værdien. For det tredje spiller diskonteringsrenten og vækstraten en afgørende rolle, idet de bestemmer, hvordan de fremtidige pengestrømme værdisættes i nutidskroner.

For NordWind Components ApS betyder dette at værdien i høj grad er afhængig af virksomhedens evne til at omsætte vækst til reelle pengestrømme, samtidig med at risikoen holdes på et niveau, som ikke presser WACC yderligere op. Samlet set viser analysen, at DCF-modellen giver et fremtidsfokuseret, men også følsomt estimat hvor især de langsigtede forudsætninger har stor indflydelse på den endelige værdiansættelse.

6.3 Multipelbaseret værdiansættelse

I forbindelse med værdiansættelsen af NordWind Components ApS i relation til et generationsskifte, er det relevant at anvende flere forskellige værdansættelsesmetoder for at opnå et retvisende billede af virksomheden værdi. Værdiansættelsen spiller en central rolle i generationsskifter, idet den danner grundlag for både forhandlinger mellem parterne samt de skattemæssige konsekvenser, som opstår i forbindelse med overdragelsen. En fejlagtig værdiansættelse kan enten medføre en skæv økonomisk fordeling mellem generationerne eller

utilsigtede skattemæssige konsekvenser. Derfor er det nødvendigt med flere metoder, som tilsammen kan give et retvisende billede af virksomhedens værdi.

En af de mest anvendte metoder i praksis er multipelmetoden, også kaldet den relative værdiansættelse. Denne metode tager udgangspunkt i observerbare markedsdata fra sammenlignelige virksomheder og anvender disse til at estimere værdi af den virksomhed, som ønskes værdiansat. Grundtanken er at virksomheder med lignende karakteristika bør værdiansættes ens (Skat m). Dette er med til at gøre metoden anvendelig i praksis, da den afspejler, hvad markedet reelt er villige til at betale for lignende virksomheder. I relation til generationsskifte er multipelmetoden relevant, idet den giver et eksterne og markedsbaseret referencepunkt. Dette kan være med til at sikre at overdragelsen sker til en rimelig og forsvarlig pris overfor både skattemyndigheder og de involverede parter. Derudover kan metoden fungere som et supplement til DCF-modellen, som mere bygger på fremtidige forventninger (Erhardi et al. 2026, s. 98).

Den analyserede virksomhed, NordWind Components ApS, opererer som underleverandør til vindmølleindustrien. Virksomheden producerer specialiserede metal- og kompositkomponenter, der indgår i forskellige dele af vindmøller. Virksomheden har en relativ stabil omsætning, men det er en branche hvor omsætningen er påvirket af produktionsomkostninger, konkurrenceforhold og afhængighed af større kunder. Dette gør at det er nødvendigt at anvende flere forskellige multipler for at opnå nuanceret værdiansættelse.

En udfordring ved multipelmetoden er udvælgelsen af sammenlignelige virksomheder, også kaldet peer-gruppe. Peer-gruppen kan bestå af sammenlignelige virksomheder, hvor markedsværdien kan observeres via deres børskurser. Den kan også omfatte konkrete transaktioner med lignende virksomheder, hvor transaktionspriserne er offentligt tilgængelige (Skat m). I denne analyse er der valgt en peer-gruppe bestående af Vestas Wind Systems A/S, NKT A/S og Schouw & Co. A/S. Disse virksomheder er valgt, da de alle opererer inden for industri- og energisektoren og dermed har en vis grad af sammenlignelighed med NordWind Components ApS. Vestas er en global markedsleder indenfor vindmølleproduktion og repræsenterer dermed den branche, som målvirksomheden er en del af. NKT opererer inden for energiinfrastruktur og grøn energi, hvilket gør virksomheden relevant i forhold til den overordnede sektor. Schouw & Co. er en bred industrikoncern med flere produktionsvirksomheder og giver dermed et mere generelt sammenligningsgrundlag. Det er

dog vigtigt at understrege at det er væsentlige forskelle mellem disse virksomheder og NordWind Components ApS. De udvalgte virksomheder er alle større og mere diversificerede, hvilket typisk medfører lavere risiko og dermed højere multipler (Koller et al. 2020, s. 363). Dette kan medføre en overvurdering af målvirksomheden, hvis der ikke tages højde for disse forskelle.

På baggrund af peer-gruppen er der beregnet en række multipler, herunder P/E, P/S, P/CF og P/B. Disse multipler giver forskellige perspektiver på virksomhedens værdi. P/E-multiplen relaterer markedsværdien til virksomhedens indtjening og anvendes ofte som et centralt mål for værdien. P/S-multiplen fokuserer på omsætningen og er særlig relevant i situationer, hvor indtjening er ustabil eller lav. P/CF-multiplen tager udgangspunkt i pengestrømme, mens P/B-multiplen relaterer sig til den bogførte egenkapital (CFA, Thomas Brock Full Bio Thomas J. Brock is a et al.). De beregnede multipler for peer-gruppen viser en vis variation, hvilket er forventeligt, da virksomhederne har forskellige forretningsmodeller og risikoprofiler. For at reducere effekten af ekstreme værdier anvendes gennemsnitlige multipler. I denne analyse udgør disse cirka 1,1 for P/S, 22,8 for P/E, 9 for P/CF og 3,3 for P/B jævnfør tabel 7. Disse multipler anvendes herefter på NordWind Components ApS' finansielle nøgletal. Virksomheden har en nettoomsætning på 300.000 t.kr., et nettooverskud på 3.042 t.kr., pengestrømme på 13.600 t.kr. samt en egenkapital på 64.300 t.kr. Ved at gange disse nøgletal med de gennemsnitlige multipler, så kommer en række værdiestimater.

Enhed
Tusinde

	PEER GROUP	Nettoomsætning, t.	Nettooverskud, t.	Pengestrømme, t.	EK, booked value, t.	Markedsværdi, t.	P/S	P/E	P/CF	P/B
1	Vestas	140.580.000	5.829.000	17.085.000	28.987.000	175.111.000	1,2	30,0	10,2	6,0
2	NKT	26.630.000	2.517.000	3.727.000	16.379.000	42.895.000	1,6	17,0	11,5	2,6
3	Schouw & Co.	34.128.000	707.000	2.896.000	11.799.000	14.997.000	0,4	21,2	5,2	1,3
4										
5										

NordWind Components			Gns. multipel	Værdi
Nettoomsætning, t.	300.000	x	1,1	329.584,36
Nettooverskud, t.	3.042	x	22,8	69.251,76
Pengestrømme, t.	13.600	x	9,0	122.115,21
EK, booked value, t.	64.300	x	3,3	212.853,59

Værdi, høj, t.	**329.584,36**
Værdi, middel, t.	**183.451,23**
Værdi, lav, t.	**69.251,76**

Tabel 7: Multipel værdiansættelse, egen tilvirkning

P/S-multiplen resulterer i en værdi på cirka 329,6 mio. kr. Denne værdi fremstår relativt høj og skyldes at omsætningen er relativ høj i forhold til indtjeningen, og at multiplen ikke tager højde for virksomhedens omkostningsstruktur. P/S kan være misvisende i tilfælde, hvor virksomheder har lave marginer, hvilket er tilfældet for mange produktionsvirksomheder (Damodaran 2012). P/E-multiplen giver en værdi på cirka 69,3 mio. kr., hvilket er væsentligt lavere. Dette afspejler virksomhedens relativt lave indtjening og illustrerer, hvordan denne multipel er følsom over for udsving i resultatet. I forbindelse med generationsskifte kan dette være problematisk, da midlertidige udsving i indtjeningen kan medføre en misvisende værdiansættelse. P/CF-multiplen resulterer i en værdi på cirka 122,1 mio. kr. og anses ofte som mere stabil, da pengestrømme er mindre påvirket af regnskabsmæssige forhold (Koller et al. 2020). P/B-multiplen giver en værdi på cirka 212,9 mio.kr. og tager udgangspunkt i virksomhedens bogførte værdier, hvilket kan være relevant for kapitaltunge virksomheder.

Den store variation mellem de beregnede værdier belyser en udfordring ved multipelmetoden. Forskellige multipler kan føre til vidt forskellige resultater, hvilket gør det nødvendigt at foretage en samlet vurdering. Multipler bør derfor anvendes som et interval i stedet for et præcist estimat. På baggrund af analysen kan virksomhedens værdi estimeres til at ligge i intervallet cirka 69 mio.kr. og 330 mio. kr. Et gennemsnitligt estimat på cirka 183 mio.kr. vurderes at være et rimeligt udgangspunkt. Dette estimat bør dog justeres for virksomhedsspecifikke forhold, herunder størrelse, risiko og afhængighed af nøglekunder. Mindre virksomheder, som NordWind Components ApS, vil typisk blive værdiansat lavere end større børsnoterede virksomheder, da de er forbundet med højere risiko og lavere likviditet (Koller et al. 2020). Dette er særligt relevant i forbindelse med generationsskifte, hvor virksomheden ofte overdrages internt og ikke på et frit marked. Derudover er det vigtigt at tage højde for virksomhedens strategiske position og fremtidige indtjeningsmuligheder. Hvis virksomheden eksempelvis har stærke relationer til kunder eller tekniske kompetencer, kan det tale for en højere værdi. Omvendt kan afhængighed af få kunder eller høj konkurrence medføre en lavere værdi.

6.3.1 Delkonklusion

Den relative værdiansættelse tilfører et markedsbaseret perspektiv på virksomhedens værdi. Analysen viser at værdien af NordWind Components ApS ligger i et bredt interval mellem

cirka 69 mio. kr. og 330 mio. kr., med et centralt estimat på omkring 180 mio. kr. Denne spredning understreger, at værdiansættelse ikke er en eksakt størrelse, men i høj grad afhænger af metodevalg og de underliggende forudsætninger.

Multipelmetoden er særlig relevant i generationsskifter, da den afspejler, hvad lignende virksomheder handles til i markedet, og dermed giver et realistisk udgangspunkt for en overdragelsespris. Dette er vigtigt både i forhold til at sikre en rimelig pris mellem parterne og i forhold til skattemæssig dokumentation. Samtidig viser analysen at metoden har klare begrænsninger, idet den er følsom over for valg af sammenlignelige virksomheder samt forskelle i størrelse risiko og indtjening.

På den baggrund kan det konkluderes at multipelmetoden ikke kan stå alene i værdiansættelsen af en virksomhed ved generationsskifte, men bør anvendes som et supplement til andre metoder. Den giver et vigtigt markedsmæssigt pejlemærke, men en retvisende værdiansættelse kræver en samlet vurdering, hvor også virksomhedens fremtidige indtjeningsevne og skattemæssige forhold inddrages.

6.4 Sammenligning af værdiansættelsesmetoderne

For at opnå et mere nuanceret billede af NordWind Components ApS' værdi er der anvendt tre forskellige værdiansættelsesmetoder. Den skematiske metode, DCF-modellen og multipelbaseret værdiansættelse. Metoderne bygger på forskellige forudsætninger og tilgange til værdiansættelse, hvilket betyder at de kan føre til forskellige resultater. Den skematiske metode tager primært udgangspunkt i historiske regnskabstal og virksomhedens aktiver, mens DCF-modellen fokuserer mere på fremtidige pengestrømme og dermed virksomhedens forventede indtjeningsevne. Multipelmetoden adskiller sig ved at være markedsbaseret, hvor værdien fastsættes ud fra sammenlignelige virksomheder.

Formålet med dette afsnit er derfor at sammenligne de tre metoder med henblik på at vise deres ligheder og forskelle samt analysere, hvordan de påvirker den endelige værdiansættelse af NordWind Components ApS.

For at skabe et overblik over forskellene mellem de tre værdiansættelsesmetoder er der nedenfor opstillet en sammenligningstabel. Tabellen viser de centrale karakteristika ved

henholdsvis den skematiske metode, DCF-modellen og multipelmetoden, herunder hvilket grundlag de bygger på, deres tidsperspektiv og deres følsomhed over for ændringer i forudsætninger.

	Skematisk metode	DCF-modellen	Multipel
Grundlag	Historiske regnskabstal	Fremtidige pengestrømme	Markedsdata
Fokus	Aktiver og indtjening	Cash flow og vækst	Sammenlignelige virksomheder
Tidsperspektiv	Bagud	Fremtiden	Nutid/markedet
Goodwill	Begrænset	Indgår direkte	Indgår i multipler
Følsomhed	Lav	Høj	Middel
Kompleksitet	Lav	Høj	Lav
Anvendelse	Skat/generationsskifte	Praksis og teori	Sammenligning

Tabel 8: Sammenligning værdiansættelsesmetoder, egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen at metoderne adskiller sig markant i deres tilgang til værdiansættelse. Den skematiske metode tager udgangspunkt i historiske data og virksomhedens aktiver, hvilket gør den mere stabil og mindre følsom over for ændringer. DCF-modellen er derimod fremtidsfokuseret og baseret på forventede pengestrømme, som gør den mere følsom men samtidig også mere egnet til at vise virksomhedens fremtidige potentiale. Multipelmetoden placerer sig mellem disse, da den bygger på markedsdata og dermed afspejler, hvordan lignende virksomheder værdiansættes i praksis.

Tabellen giver samlet set et klart billede af at valget af metode har stor betydning for værdiansættelsen, da de hver især fokuserer på forskellige værdidrivere. Dette understreger vigtigheden af at anvende flere metoder i analysen, da de tilsammen bidrager til et mere nuanceret og retvisende billede af virksomhedens værdi.

6.4.1 Ligheder mellem analyserne

6.4.1.1 Den skematiske metode og DCF-modellen

Selvom den skematiske metode og DCF-modellen umiddelbart ligner to forskellige tilgange til værdiansættelse, så er der en række centrale ligheder mellem dem. Begge metoder tager i høj

grad udgangspunkt i virksomhedens økonomiske fundament og bygger på regnskabsdata som udgangspunkt for værdiansættelsen. Det betyder at kvaliteten af regnskabstallene har stor betydning for begge modeller, da fejl eller skævheder her vil påvirke den endelige værdiansættelse direkte.

En væsentlig lighed er, at begge metoder tager udgangspunkt i virksomhedens evne til at skabe indtjening i forhold til den kapital der er bundet i driften. I den skematiske metode kommer dette til udtryk gennem beregningen af merindtjeningen, hvor virksomhedens resultat sammenholdes med en normalforrentning af driftsaktiverne. I DCF-modellen ses samme tankegang, hvor NOPAT og de frie pengestrømme afhænger af hvor effektivt virksomheden formår at skabe afkast på sine investeringer. I begge tilfælde er det sådan at forskellen mellem afkast og kapitalomkostning er afgørende for værdiskabelsen. Derudover er kapitalbindingen i virksomheden et centralt element i begge modeller. I den skematiske metode påvirker de høje netto driftsaktiver direkte normalforrentningen og dermed størrelsen af merindtjeningen. I DCF-modellen ses samme effekt gennem ændringer i netto driftsaktiver, som reducerer de frie pengestrømme. I begge modeller betyder en høj kapitalbinding derfor at der stilles større krav til indtjeningen for at skabe værdi. Dette er også tydeligt i analysen af NordWind Components ApS, hvor den kapitaltunge struktur begrænser værdiskabelsen i begge modeller.

En anden vigtig lighed er, at begge metoder implicit indeholder et afkastkrav. I den skematiske metode sker dette gennem kapitalafkastsatsen, som bruges til at beregne normalforrentningen mens det i DCF-modellen er WACC som anvendes til at diskontere pengestrømmene. Selvom de anvendes forskelligt, har de samme funktion, nemlig at afspejle risiko og stille krav til det afkast virksomheden generere. Til sidst kan det argumenteres at begge metoder, trods forskelle i opbygning, i sidste ende forsøger at værdiansætte det samme, altså virksomhedens evne til at skabe økonomisk værdi for ejerne. Dette ses også i praksis hvis forudsætningerne er konsistente, vil metoderne teoretisk kunne føre til samme værdi, selvom de når frem til resultatet på forskellige måder.

Samlet set viser analysen at der er en klar sammenhæng mellem den skematiske metode og DCF-modellen, særligt i forhold til fokus på indtjening, kapitalbinding og afkastkrav. Forskellen ligger derfor ikke så meget i hvad der værdiansættes, men i hvordan værdien beregnes.

6.4.1.2 Den skematiske metode og multipelmetoden

Selvom den skematiske metode og multipelmetoden på overfladen bygger på forskellige måder at gå til værdiansættelse, så er der flere centrale ligheder mellem dem. Begge metoder tager i høj grad udgangspunkt i virksomhedens nuværende og historiske præstation og er dermed i mindre grad afhængige af detaljerede fremtidsforventninger sammenlignet med DCF-modellen. Det betyder, at de baserer værdiansættelsen på observerbare og allerede eksisterende forhold, hvilket kan gøre dem mere robuste i situationer med usikkerhed omkring fremtiden.

En væsentlig lighed er, at begge metoder indirekte tager udgangspunkt i virksomhedens indtjening. I den skematiske metode sker dette gennem beregningen af merindtjeningen, hvor historiske resultater vægtes og sammenholdes med en normalforrentning. I multipelmetoden sker det ved, at værdien fastsættes som en funktion af nøgletal som egenkapital eller omsætning. I begge tilfælde er det virksomhedens evne til at generere indtjening, som er central for værdiansættelsen, selvom det måles på forskellige måder. Derudover har begge metoder en tæt kobling til eksterne niveauer, markedsniveauer i multipelmetodens tilfælde og standardiserede niveauer i den skematiske metode. I den skematiske metode kommer dette til udtryk gennem brugen af standardiserede satser, som kapitalafkastsatsen og levetiden i kapitaliseringen. I multipelmetoden ses det ved anvendelsen af multipler, som er baseret på observerede markedspriser for sammenlignelige virksomheder. Begge metoder indebærer derfor, at værdiansættelsen ikke kun afhænger af virksomhedens egne tal, men også af eksterne benchmarks eller standarder.

En anden vigtig lighed er, at begge metoder er relativt simple at anvende sammenlignet med DCF-modellen. De kræver færre forudsætninger og mindre omfattende budgettering, hvilket gør dem nemmere at bruge i praksis. Dette betyder dog også, at de er afhængige af de valgte input, som for eksempel vægtning af historiske resultater i den skematiske metode eller valg af sammenlignelige virksomheder i multipelmetoden. I forhold til analysen af NordWind Components ApS ses det, at begge metoder i høj grad afspejler virksomhedens nuværende indtjening og struktur. Den relativt lave indtjening i forhold til kapitalbindingen vil i den skematiske metode føre til en lav merindtjening og dermed begrænset goodwill. Tilsvarende vil en lav indtjeningsmargin i multipelmetoden typisk resultere i en lavere værdi, da multipler anvendt på et lavt indtjeningsniveau ikke vil skabe en høj værdiansættelse.

Analysen viser samlet, at den skematiske metode og multipelmetoden har det til fælles, at de begge tager udgangspunkt i virksomhedens nuværende præstation og eksterne referencepunkter. Begge metoder giver dermed et mere nutidigt og mindre fremtidsfølsomt estimat sammenlignet med DCF-modellen, hvilket kan være en fordel i situationer hvor der er stor usikkerhed omkring fremtidige forventninger.

6.4.1.3 DCF-modellen og multipelmetoden

Selvom DCF-modellen og multipelmetoden bygger på forskellige tekniske fremgangsmåder, så har de flere væsentlige fællestræk i forhold til, hvordan de vurderer virksomhedsværdi. Begge metoder tager udgangspunkt i virksomhedens evne til at skabe indtjening og anvender denne som grundlag for værdiansættelsen. I DCF-modellen sker dette gennem estimerede fremtidige pengestrømme, mens multipelmetoden anvender aktuelle nøgletal som udtryk for indtjeningsevnen. Fælles for dem er dog at det er virksomhedens økonomiske præstation, der driver værdien.

En anden central lighed er, at begge metoder i praksis er påvirket af forventninger til fremtiden. I DCF-modellen indgår disse forventninger gennem budgettering og fastsættelse af terminalværdien. I multipelmetoden kommer de til udtryk mere indirekte, idet de anvendte multipler afspejler markedets vurdering af lignende virksomheders fremtidige udvikling. Det betyder at selvom multipelmetoden tager udgangspunkt i nutidige tal, så er disse tal meget påvirket af fremtidige forventninger. Derudover er begge metoder afhængige af eksterne faktorer, som ligger uden for selve virksomheden. I DCF-modellen ses dette gennem fastsættelsen af diskonteringsrenten, hvor faktorer som markedsrente, risikopræmie og beta spiller en rolle. I multipelmetoden er det mere valget af sammenlignelige virksomheder og de observerede multipler i markedet, som har betydning. I begge tilfælde betyder det, at værdiansættelsen ikke kun afhænger af virksomhedens egne forhold, men også af markedsforhold og investorernes forventninger.

Samtidig er begge metoder følsomme over for ændringer i centrale forudsætninger. I DCF-modellen kan små justeringer i vækstforudsætningerne eller diskonteringsrenten føre til store udsving i værdien. I multipelmetoden kan værdien ligesådan ændre sig markant afhængigt af,

hvilke multipler der anvendes og, hvordan sammenligningsgrundlaget er udvalgt. Dette viser, at begge metoder kræver en kritisk vurdering af de anvendte forudsætninger.

I forhold til NordWind Components ApS ses det at begge metoder i høj grad påvirkes af virksomhedens relativt lave rentabilitet. I DCF-modellen kommer dette til udtryk gennem begrænsede pengestrømme, mens det i multipelmetoden vil afspejles i lavere værdier når indtjeningsbaserede multipler anvendes. Omvendt vil forventninger om forsat aktivitet i vindmøllebranchen kunne understøtte værdien i begge metoder, enten gennem højere fremtidige pengestrømme eller gennem et højere markedsniveau for multipler.

Denne analyse viser at DCF-modellen og multipelmetoden i høj grad bygger på de samme underliggende faktorer, herunder indtjening, vækst og risiko. Forskellen ligger primært i hvordan disse faktorer indgår i beregningen, men formålet er i begge tilfælde at give et estimat af virksomhedens økonomiske værdi baseret på dens evne til at skabe indtjening.

6.4.2 Forskelle mellem modellerne

6.4.2.1 Den skematiske metode og DCF-modellen

Selvom den skematiske metode og DCF-modellen på flere områder bygger på samme grundlæggende principper om indtjening og afkast, så adskiller de sig markant i deres tilgang til værdiansættelse. Den mest synlige forskel er at den skematiske metode fokuserer på fortiden, mens DCF-modellen er fremtidsfokuseret. Den skematiske metode baserer sig primært på historiske regnskabstal og standardiserede beregninger, hvorimod DCF-modellen tager udgangspunkt i forventede fremtidige pengestrømme og dermed virksomhedens fremtidige potentiale. Denne forskel har stor betydning for den opgjorte værdi. I analysen af NordWind Components ApS ses det tydeligt, at den skematiske metode resulterer i en væsentligt lavere værdi, da den primært er drevet af den regulerede egenkapital og kun i begrænset omfang får værdi igennem merindtjeningen. Dette skyldes, at den beregnede merindtjening er relativt lav som følge af den høje kapitalbinding og den begrænsede indtjening som er over normalen. I DCF-modellen indgår forventninger til fremtidig vækst og forbedret indtjening direkte i værdiansættelsen, hvilket medfører en højere samlet værdi.

En anden væsentlig forskel er, hvordan de to metoder håndterer kapitalbinding. I den skematiske metode påvirker høje netto driftsaktiver værdien gennem en høj normalforrentning, hvilket reducerer merindtjeningen og dermed goodwill. I DCF-modellen påvirker kapitalbindingen værdien gennem ændringer i netto driftsaktiver, som reducerer de frie pengestrømme. Selvom mekanismerne er forskellige, så betyder det i begge tilfælde at en kapitaltung virksomhed som NordWind Components ApS får sværere ved at skabe høj værdi. Forskellen er dog, at DCF-modellen giver mulighed for at indregne, hvordan denne kapitalbinding udvikler sig fremadrettet, mens den skematiske metode fastholder et historisk niveau. Derudover er der en forskel i, hvordan risiko og afkastkrav indgår i modellerne. I den skematiske metode anvendes en standardiseret kapitalafkastsats, som i mindre grad tager højde for virksomhedens specifikke risiko. I DCF-modellen fastsættes WACC derimod individuelt på baggrund af blandt andet beta, kapitalstruktur og markedsforhold. Dette betyder at DCF-modellen mere afspejler den konkrete risiko ved virksomheden, hvilket gør værdiansættelsen mere følsom, men også mere præcis.
En yderligere forskel er hvor kompleks og fleksibel modellerne er. Den skematiske metode er relativt simpel og standardiseret, hvilket gør den nem at bruge, men samtidig mindre fleksibel i forhold til at indarbejde forhold, som er specifikke for virksomheden. DCF-modellen er derimod mere kompleks, men giver mulighed for at tilpasse forudsætningerne til den konkrete virksomhed, herunder vækst, investeringer og ændringer i indtjening. Dette gør DCF-modellen bedre egnet til at vise hvad der sker i en virksomhed som NordWind Components ApS, der er i en branche med udvikling og usikkerhed.

Denne analyse viser at forskellene mellem den skematiske metode og DCF-modellen meget handler om tidsperspektiv, fleksibilitet og håndtering af risiko. Den skematiske metode giver et stabilt værdiestimat baseret på historiske data, mens DCF-modellen giver et mere fremtidsfokuseret og ofte højere værdiestimat, som i højere grad indfanger virksomhedens fremtidige potentiale, mens den skematiske metode i højere grad afspejler den nuværende økonomiske situation.

6.4.2.2 Den skematiske metode og multipelmetoden

Forskellene mellem den skematiske metode og multipelmetoden kommer især til udtryk i, hvad de to metoder lægger vægt på i værdiansættelsen. Hvor den skematiske metode tager

udgangspunkt i virksomhedens egne regnskabstal og en fast model for beregning af værdi, så baserer multipelmetoden sig mere på, hvordan lignende virksomheder værdiansættes i markedet. Det betyder at de to metoder i praksis kan føre til forskellige resultater, selvom de anvendes på den samme virksomhed. En central forskel er måden, hvorpå indtjening indgår i værdiansættelsen. I den skematiske metode beregnes merindtjeningen på baggrund af historiske resultater, som sammenholdes med en normalforrentning af driftsaktiverne. Dette giver et tal for virksomhedens overnormale indtjening. I multipelmetoden anvendes derimod nøgletal som egenkapital og indtjening direkte i værdiansættelsen, hvor disse ganges med en markedsbaseret faktor. Det betyder at multipelmetoden ikke skelner mellem normal og overnormal indtjening, men i stedet antager at dette allerede er indregnet i den valgte multipel. Derudover er der en væsentlig forskel i hvor meget der anvendes standardisering. Den skematiske metode er reguleret af faste regler og satser, hvilket giver en ensartet og forudsigelig værdiansættelse. Multipelmetoden er modsat mere fleksibel, men også mere usikker da resultatet afhænger af valget af sammenlignelige virksomheder og den anvendte multipel. Dette betyder at to forskellige analytikere kan nå frem til forskellige værdier ved brug af multipelmetoden, afhængigt af hvilke virksomheder de sammenligner med.

En anden forskel er, hvordan kapitalstruktur og risiko håndteres. I den skematiske metode indgår disse elementer kun indirekte gennem standardiserede satser, mens multipelmetoden mere afspejler dem gennem markedsdata. Hvis sammenlignelige virksomheder har en høj risiko eller høj gearing, så vil dette typisk kunne ses i multiplerne. Dette gør multipelmetoden mere markedsorienteret, men også mere følsom over for udsving i markedet.

I analysen af NordWind Components ApS kan det ses, at den skematiske metode er meget påvirket af virksomhedens høje kapitalbinding og relativt lave merindtjening, hvilket resulterer i en lav goodwill og en værdi, som primært er drevet af egenkapitalen. I multipelmetoden vil værdien derimod afhænge af hvordan lignende virksomheder i vindmøllebranchen værdiansættes. Hvis markedet forventer vækst i branchen, så kan dette føre til højere multipler og dermed en højere værdi, selvom virksomhedens nuværende indtjening er begrænset sammenlignet med markedet. Der er også en forskel i metodernes anvendelse. Den skematiske metode anvendes typisk i skattemæssige sammenhænge, hvor der er behov for en ensartet og dokumenterbar værdiansættelse. Multipelmetoden anvendes modsat ofte i praksis, som et hurtigt værktøj til at vurdere virksomhedens værdi eller som et supplement til mere avancerede modeller som DCF-modellen.

Denne analyse viser, at den skematiske metode giver et mere standardiseret værdiestimat, mens multipelmetoden giver et mere markedsbaseret og fleksibelt estimat. For NordWind Components ApS betyder dette, at den skematiske metode i højere grad viser virksomhedens nuværende økonomiske situation, mens multipelmetoden bedre kan tage højde for markedets forventninger til fremtiden.

6.4.2.3 DCF-modellen og multipelmetoden

Når man sammenligner DCF-modellen og multipelmetoden, så bliver det tydeligt at de to tilgange adskiller sig markant i, hvordan de når frem til en værdi. DCF-modellen bygger på en detaljeret gennemgang af virksomhedens forventede udvikling, hvor fremtidige pengestrømme udregnes og diskonteres. Multipelmetoden tager derimod et mere direkte udgangspunkt i markedet som nævnt tidligere, hvor værdien fastsættes ud fra, hvordan sammenlignelige virksomheder handles. Det betyder, at DCF-modellen er overvejende baseret på modeller, mens multipelmetoden er baseret på markedet.

En vigtig forskel er, hvor afhængige modellerne er af forudsætninger. DCF-modellen kræver en række antagelser om vækst, marginer, investeringer og diskonteringsrente, hvor alle har en stor betydning for den endelige værdi. Multipelmetoden kræver færre forudsætninger, men til gengæld ligger der en underliggende antagelse i valget af multipel og sammenlignelige virksomheder. DCF-modellen gør forudsætningerne synlige og mulige at analysere, mens de i multipelmetoden er en del af markedets prissætning. Derudover er der forskel på hvordan de to metoder håndterer tidsperspektivet. DCF-modellen arbejder direkte med en budgetperiode og en terminalperiode, hvilket betyder at hele værdiansættelsen er bygget op omkring virksomhedens fremtidige udvikling. Multipelmetoden tager modsat udgangspunkt i et øjebliksbillede af virksomheden, hvor værdien bestemmes på baggrund af aktuelle nøgletal. Dette gør multipelmetoden hurtigere at anvende, men også mindre præcis i forhold til at vise ændringer i virksomhedens fremtidige præstation. En anden forskel ligger i håndteringen af risiko. I DCF-modellen indgår risiko gennem WACC, hvor både kapitalstruktur og markedsrisiko indregnes i diskonteringsrenten. I multipelmetoden afspejles risiko mere indirekte gennem multiplerne, som er påvirket af markedets generelle risikovurdering. Det betyder at DCF-modellen giver bedre mulighed for at analysere, hvordan ændringer i risiko

påvirker værdien, mens multipelmetoden accepterer markedets vurdering uden at specificere den.

I forhold til NordWind Components ApS betyder disse forskelle, at DCF-modellen tager mere højde for virksomhedens specifikke forhold, herunder den høje kapitalbinding og de relativt lave marginer, som påvirker de frie pengestrømme negativt. Multipelmetoden vil derimod være påvirket af, hvordan lignende virksomheder i vindmøllebranchen værdiansættes. Hvis markedet har høje forventninger til branchen, så kan dette lede til en højere værdi i multipelmetoden, selvom virksomhedens egne pengestrømme er begrænsede. Der er også forskel på hvordan metoderne bliver brugt i praksis. DCF-modellen ses ofte som den mest teoribaserede metode, da den direkte værdiansætter virksomhedens pengestrømme. Multipelmetoden anvendes derimod ofte som et supplement eller et hurtigt værktøj til at validere en værdiansættelse, som tidligere nævnt. Dette skyldes at den ikke tager lang tid at lave, men den er heller ikke lige så præcis, fordi den er afhængig af sammenligninger med andre virksomheder.

Denne analyse viser, at DCF-modellen giver et mere detaljeret og specifikt værdiestimat, mens multipelmetoden giver et mere markedsbaseret og forenklet estimat. For NordWind Components ApS betyder dette at DCF-modellen viser virksomhedens faktiske indtjeningsevne, hvor multipelmetoden viser markedets forventninger til branchen og værdien.

6.4.3 Metodernes betydning for værdiansættelsen

Som man kan se i de ovenstående afsnit, så har valget af værdiansættelsesmetode en stor indflydelse på den opgjorte værdi af NordWind Components ApS, hvilket også kan ses i de resultater, som er beregnet i analyserne. De tre metoder når frem til forskellige estimater, da de hver især lægger vægt på forskellige forhold i virksomheden.

Den skematiske metode resulterer i en værdi på 66.051.087 kr., hvilket er markant lavere end DCF-værdien. Denne forskel skyldes primært, at størstedelen af værdien i den skematiske metode stammer fra den regulerede egenkapital på 64.800.000 kr. mens goodwill kun udgør 1.251.087 kr. Den lave goodwill hænger sammen med en merindtjening på 525.667 kr. som ikke er meget, taget virksomhedens størrelse og kapitalbinding i betragtning. Metoden giver

dermed et forsigtigt estimat af værdien, hvor fokus er på virksomhedens eksisterende aktiver frem for virksomhedens fremtidige potentiale.

DCF-modellen giver derimod en væsentlig højere værdi på 198.951.390 kr. som viser, at værdien påvirkes meget af forventninger til fremtiden. Her udgør nutidsværdien af pengestrømmene i budgetperioden 57.405.925 kr. mens terminalværdien udgør hele 141.545.464 kr. Det betyder, at over 70 procent af værdien stammer fra perioden efter budgettet. Dette understreger at DCF-modellen er meget drevet af de langsigtede forudsætninger, herunder vækst på 2 procent og en WACC på 7,1 procent. Selv små ændringer i disse forudsætninger vil derfor kunne ændre værdien markant.

Multipelmetoden placerer sig i dette tilfælde mellem de to andre værdier, hvis man ser på den gennemsnitlige værdi, da den baserer sig på markedsdata. I NordWind Components ApS' tilfælde vil værdien afhænge af de anvendte multipler og virksomhedens indtjening, herunder EBIT på 5.900.000 kr. og EBITDA på 13.600.000 kr. Da virksomheden har ret lave marginer, vil dette trække værdien ned, når der anvendes indtjeningsbaserede multipler. Omvendt kan en høj efterspørgsel i vindmøllebranchen føre til højere multipler og dermed en højere værdi.

Samlet set viser forskellene i værdiansættelsen at den skematiske metode i højere grad afspejler virksomhedens nuværende økonomiske situation, DCF-modellen afspejler den fremtidige indtjeningsevne og multipelmetoden afspejler mere markedets vurdering. For NordWind Components ApS betyder dette, at spændet mellem cirka 66 mio. kr. og 199 mio. kr. viser hvor stor betydning metodevalget har for den endelige værdiansættelse. Dette understreger vigtigheden af at anvende flere metoder, da de tilsammen giver et mere nuanceret billede af virksomhedens værdi.

6.4.4 Delkonklusion af værdiansættelsen

Sammenligningen af de tre værdiansættelsesmetoder viser, at forskellene i de opgjorte værdier primært kan forklares ud fra, hvilke forudsætninger og perspektiver de enkelte modeller bygger på. Det er ikke selve den måde man beregner værdien som skaber forskellen, men derimod hvilke elementer der lægges vægt på i værdiansættelsen. Analysen peger især på at kapitalbinding, indtjeningsevne og forventninger til fremtidig udvikling er de afgørende

faktorer for værdien af NordWind Components ApS. Når der lægges vægt på den nuværende struktur og historiske præstation, så fremstår værdien lavere mens inddragelse af fremtidige forventninger trækker værdien op. Samtidig viser sammenligningen at markedsforhold kan påvirke værdiansættelsen i en retning, som ikke nødvendigvis afspejler virksomhedens egne forhold.

Derudover er det tydeligt, at usikkerheden i værdiansættelsen stiger, jo flere forudsætninger der indgår. Metoder, som bygger på fremtidige forventninger, giver et bredere spænd i mulige værdier, mens mere standardiserede metoder giver et smallere, men også mindre usikkert billede.

Samlet set viser analysen af værdiansættelsen, at værdien af NordWind Components ApS ikke kan reduceres til et enkelt tal, men kan forstås som et interval, hvor de forskellige metoder hver især bidrager med forskellige perspektiver. Dette understreger vigtigheden af at vurdere resultaterne i sammenhæng frem for isoleret.

6.5 Generationsskifte

Generationsskifte betegner den proces, hvor ejerskab og ofte også ledelsesmæssigt ansvar overdrages fra en nuværende ejer til en ny generation. I en familieejet virksomhed sker overdragelsen typisk fra forældre til børn, men begrebet anvendes også bredere om overdragelser til nærtstående familiemedlemmer eller nære medarbejdere (Olesen 2023). I modsætningen til et almindeligt salg til en uafhængig tredjemand, er generationsskifte præget af at formålet ikke nødvendigvis er at opnå den højeste mulige salgspris. Formålet er ofte i højere grad at sikre virksomhedens fortsatte drift, bevare arbejdspladser, fastholde kunderelationer og videreføre de værdier ejeren har opbygget gennem en længere årrække. Det er derfor ikke tilstrækkeligt kun at se generationsskifte som en enkeltstående overdragelsesaftale. Det skal snarer forstås som en flerårig planlægningsproces, hvor de juridiske, skattemæssige, økonomiske og familiemæssige forhold skal sammentænkes (Pedersen, Pedersen 2017).

I en virksomhed som NordWind Components ApS er dette særligt tydeligt. Leif Vestergaard har etableret og udviklet virksomheden siden 2006, og i dag er virksomheden en

produktionsvirksomhed med specialiserede metal- og kompositkomponenter til vindmølleindustrien. Der er derfor ikke kun tale om overdragelse af anparter i et selskab, men også om videreførelse af en driftsvirksomhed med medarbejdere, maskiner, kunder, leverandører og knowhow. Når Emma Vestergaard allerede arbejder i virksomheden og har ansvar for produktionsudvikling og kvalitetssikring giver det et bedre grundlag for et gradvist generationsskifte, fordi hun allerede har opnået indsigt i virksomhedens drift.

Planlægningen af et generationsskifte bør begynde i god tid. Det skyldes at mange af de skattemæssige og selskabsretlige dispositioner, som kan være relevante forud for en overdragelse, kan kræve tid. Det kan eksempelvis være nødvendigt at etablere en holdingstruktur, tilpasse aktivsammensætningen, vurdere om pengetankreglen kan blive relevant, fastlægge værdiansættelsesgrundlaget og afklare finansieringen. Samtidig kan den nuværende ejer have et ønske om at bevare en vis indflydelse i en overgangsperiode, mens den nye generation gradvist overtager mere ansvar. Denne type gradvis overgang kan være hensigtsmæssig, fordi den giver mulighed for at tilpasse både ejerskab og ledelse efter virksomhedens udvikling og parternes ønsker (Olesen 2023).

I casen er Leif 63 år og ønsker forsat at være involveret i en overgangsperiode men på længere sigt ønsker han at trække sig tilbage fra den daglige drift. Dette taler for at generationsskiftet ikke bør gennemføres som et pludseligt samlet salg af alle anparter uden en overgangsordning. En gradvis overdragelse kan derimod give Emma mulighed for at overtage ejerskab og ansvar i takt med, at hun bliver mere etableret som den centrale person i virksomheden. Samtidig kan Leif bevare en rådgivende eller bestyrelsesmæssig rolle, hvilket kan skabe tryghed hos medarbejdere, bank og samarbejdspartnere.

Generationsskifte kræver desuden en skarp sondring mellem de bløde og hårde værdier. De bløde værdier vedrører eksempelvis familiens ønsker, tillid mellem generationerne og virksomhedskultur. De hårde værdier vedrører derimod værdiansættelse, skat, selskabsretlig struktur, finansiering og aftalegrundlag. Et generationsskifte kan ikke planlægges forsvarligt, hvis kun den ene del inddrages. En skattemæssig optimal model kan eksempelvis være uhensigtsmæssig, hvis den ikke passer til familiens ønsker eller virksomhedens driftsmæssige behov. Omvendt kan en ønsket familiemæssig løsning være vanskelig at gennemføre, hvis den udløser en stor skattebetaling eller kræver finansiering som den næste generation ikke kan klare.

For NordWind Components ApS betyder dette at det juridiske valg af model skal kobles til virksomhedens økonomi. Virksomheden er kapitaltung, idet der er betydelige værdier bundet i maskiner, produktionsfaciliteter og andre driftsaktiver. Samtidig viser den skematiske værdiansættelse jævnført afsnit 6.1, at den regulerede egenkapital udgør langt størstedelen af værdien, mens goodwill kun udgør en mindre del. Det betyder at værdien i større grad er knyttet til virksomhedens aktiver og ikke kun til fremtidig indtjening. Dette har betydning for finansieringen af generationsskiftet, fordi Emma ikke kan forvente at kunne betale så stor en købssum, hvis virksomheden samtidig skal bevare kapital til drift og investeringer.

6.5.1 Værdiansættelsens rolle ved generationsskifte

Værdiansættelsen er et centralt element i generationsskifte, fordi den fastlægger det økonomiske grundlag for overdragelsen. Ved overdragelsen mellem uafhængige parter vil den aftalte pris som udgangspunkt være udtryk for handelsværdien, fordi parterne har forskellige økonomiske interesser. Ved overdragelser mellem interesseforbundne parter, eksempelvis mellem forældre og barn, er situationen anderledes. Her kan begge parter have en fælles interesse i at værdien fastsættes så lavt som muligt for at reducere gaveafgift, finansieringsbehov eller latent skat. Derfor er værdiansættelsen ofte et område hvor skattemyndighederne har særlig opmærksomhed (Olesen 2023).

Efter boafgiftsloven er udgangspunktet at aktiver ved gave eller arv skal værdiansættes til handelsværdi, jævnfør boafgiftslovens §§ 12 og 27. Ved lov nr. 369 af 9. april 2025 blev der indført et retskrav på anvendelse af en skematisk værdiansættelsesmetode ved visse generationsskifter af erhvervsvirksomheder til nærtstående, når betingelserne er opfyldt. Formålet med reglerne er at gøre det lettere, mere attraktivt og mindre administrativt tungt at overdrage familieejede virksomheder til næste generation (Skat f).

Den skematiske værdiansættelse er især relevant i NordWind Components ApS fordi virksomheden er et unoteret anpartsselskab, hvor der ikke findes en børskurs eller markedsværdi. Værdien skal derfor fastsættes ud fra en model. Som nævnt tidligere i afsnittene 6.1, 6.2 og 6.3 er NordWind Components ApS værdiansat efter tre metoder: den skematiske, DCF-modellen og multipelmetoden. Den skematiske metode gav en værdi på cirka 66,1 mio. kr., mens DCF-modellen og multipelmetoden gav væsentligt højere værdier. Dette viser at

metodevalget har en stor betydning for generationsskiftets økonomiske konsekvenser. I forbindelse med generationsskifte er den skematiske værdiansættelse ikke blot en teknisk beregning, men en del af den samlede planlægning. Hvis Leif overdrager anparterne til Emma helt eller delvist som gave, vil den gaveafgiftspligtige værdi afhænge af den værdi der lægges til grund. En lavere værdi reducerer gaveafgiften og gør det lettere for Emma at overtage. Samtidig kan en lavere værdi reducere behovet for ekstern finansiering, hvilket kan være vigtig i en kapitaltung produktionsvirksomhed, hvor likviditeten bør anvendes til drift, investeringer og vækst frem for finansiering af et ejerskifte.

Værdiansættelsen skal dog ses i sammenhæng med successionsprincippet. Hvis overdragelsen sker med succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34, beskattes Leif ikke af aktieavance op overdragelsestidspunktet. Emma overtager i stedet Leifs skattemæssig position, hvilket indebærer at den skattemæssige avance ikke forsvinder, men udskydes. Den latente skatteforpligtelse har derfor betydning for parternes økonomiske stilling.

For NordWind Components ApS er sammenhængen mellem værdiansættelse og succession vigtig. Hvis virksomheden overdrages uden succession, vil Leif som udgangspunkt blive beskattet af avance ved afståelsen. Hvis overdragelsen derimod gennemføres ved succession, kan beskatningen udskydes, og likviditetsbelastningen på overdragelsestidspunktet reduceres. Det er netop denne sammenhæng, som gør successionsreglerne relevante i et generationsskifte af en kapitaltung familieejet virksomhed.

6.6 Succession

Successionsprincippet indebærer at erhververen skattemæssigt indtræder i overdragerens stilling. Ved overdragelse af aktier eller anparter findes det centrale retsgrundlag i aktieavancebeskatningslovens § 34. Bestemmelsen giver mulighed for at kapitalandele kan overdrages med skattemæssig succession, hvis betingelserne i bestemmelsen er opfyldt. Retsvirkningen er at gevinst ved overdragelse ikke beskattes hos overdrageren på overdragelsestidspunkter. I stedet overtager erhververen overdragerens anskaffelsessum, anskaffelsestidspunkt og skattemæssig stilling (Bolander et al. 2019). Succession er dermed ikke det samme som skattefrihed, men derimod en skatteydelse. Beskatningen bliver udskudt til det tidspunkt hvor erhververen senere afstår kapitalandelene uden succession. Dette er vigtigt at forstå fordi successionsreglerne ofte omtales som en fordel ved generationsskifte.

Fordelen består primært i likviditet og timing, ikke i at skatten bortfalder helt. Erhververen overtager den latente skattebyrde, og denne kan få en betydning ved et senere salg, en omstrukturering eller et fremtidigt generationsskifte.

Ved en almindelig afståelse af anparter vil overdrageren som udgangspunkt skulle opgøre tab eller gevinst efter aktieavancebeskatningsloven. For en hovedaktionær, som har opbygget en virksomhed over flere år, kan den skattemæssige anskaffelsessum være lav sammenlignet med handelsværdien. Dette kan medføre en stor avancebeskatning, hvis anparterne sælges eller gives uden succession (Skat g). Når succession anvendes, undgås denne beskatning på overdragelsestidspunktet, hvilket gør det muligt at gennemføre overdragelsen uden at trække store midler ud af virksomheden.

I NordWind Components ApS må det antages at Leif Vestergaard har opbygget betydelige værdier siden stiftelsen af virksomheden i 2006. Hvis han afstår sine anparter til sin datter Emma uden succession, kan der derfor opstå en væsentlig skattepligtig avance. Dette vil kunne skabe et likviditetsproblem, fordi skatten skal betales selvom virksomhedens værdier ikke nødvendigvis er likvide. Værdien er i høj grad bundet i driftsaktiver, maskiner og produktionsfaciliteter. Derfor er succession relevant da den gør det muligt at gennemføre overdragelsen uden at trække store midler ud af virksomheden.

Successionsprincippet bygger på en kontinuitetstanke, hvor virksomheden skal kunne videreføres uden skattemæssig realisation i forbindelse med ejerskiftet til næste generation (Skat g). Denne tilgang passer godt til formålet med et generationsskifte, hvor virksomheden ikke afvikles eller sælges til tredjemand, men videreføres i familien. I NordWind Components ApS kommer dette formål til udtryk ved at Leif ønsker at virksomheden videreføres af datteren Emma, som allerede er involveret i den daglige drift.

6.6.1 Betingelser for succession

Aktieavancebeskatningslovens § 34 opstiller en række betingelser for at overdragelsen af aktier eller anparter kan ske med succession. Den første betingelse vedrører personkredsen, hvor overdragelsen kan ske til en person, som er omfattet af denne bestemmelse. Efter aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 1, omfatter personkredsen blandt andet børn, børnebørn, søskende, søskendes børn og søskendes børnebørn. Stedbørn og adoptivbørn

sidestilles med naturlige selskabsforhold. Derudover kan en samlelever omfattes når betegnelserne i boafgiftslovens § 22, stk. 1, litra d er opfyldt. I NordWind Components ApS er personkredsbetingelserne opfyldt, idet overdragelsen sker fra Leif til hans datter Emma. Hun er barn af overdrageren og er dermed omfattet af successionskredsen i aktieavancebeskatningslovens § 34. Dette betyder der ikke er tvivl om hvorvidt overdragelsen kan ske inden for den relevante personkreds.

En anden betingelse er at der skal være tale om en overdragelse af aktier eller anparter, som er omfattet af aktieavancebeskatningsloven. I et ApS er ejerandelene anparter, og disse omfattes af aktieavancebeskatningslovens anvendelsesområde. NordWind Components ApS er et anpartsselskab og Leif ejer 100 procent af anparterne, dermed er overdragelsen omfattet af lovgivningen. Efter aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 2, er der krav om at overdragelsen skal udgøre mindst en procent af anpartskapitalen. Dette krav skal forhindre at succession anvendes ved meget små og ubetydelige overdragelse, hvor der reelt ikke er tale om et generationsskifte. I praksis skal der derfor tages stilling til, hvor stor en andel af anparterne der skal overdrages i den enkelte transaktion. Hvis Leif ønsker at gennemføre generationsskiftet gradvist, skal hver overdragelse struktureres så betingelserne er opfyldt.

En tredje betingelse er at selskabet ikke i overvejende grad må bestå af passiv kapitalanbringelse jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 3. Dette er den såkaldte pengetankregel, som vil behandlet i afsnit 6.7. Denne betingelse er vigtig idet den afgør om der overhovedet kan succederedes i anparterne. Selv om personkredsen er opfyldt, og der er tale om anparter i et selskab kan succession være udelukket, hvis selskabets aktivitet eller aktiver i overvejende grad er passive.

Endelig skal erhververen som udgangspunkt være skattepligtig i Danmark således at Danmark bevarer beskatningsretten til den udskudte avance. Dette hænger sammen med successionens grundide. Når beskatningen udskydes, skal der være sikkerhed for at den danske stat kan beskatte gevinsten når erhververen senere afstår kapitalandelene. I NordWind Components ApS forudsættes det at både Leif og Emma er fuldt skattepligtige i Danmark, dermed giver denne betingelse ikke anledning til særlige problemer.

6.6.2 Retsvirkning af succession

For overdrageren betyder succession at en avance ved overdragelsen ikke beskattes på overdragelsestidspunktet. Dette er den primære likviditetsmæssige fordel. Hvis Leif overdrager anparterne i NordWind Components ApS til Emma med succession, skal han derfor ikke betale skat af den avance, som ellers ville være opstået ved afståelsen. Dette kan have en stor betydning da en skattebetaling på overdragelsestidspunktet ellers kan medføre behov for enten privat likviditet fra Leif, finansiering fra Emma eller udlodning af midler fra selskabet.

For erhververen betyder succession at der overtages en latent skatteforpligtelse. Emma får ikke en ny skattemæssig anskaffelsessum svarende til den værdi hun betaler eller modtager anparterne til. I stedet overtager hun Leifs historiske anskaffelsessum og anskaffelsestidspunkt (Skat g). Hvis Emma senere sælger anparterne uden succession, skal hendes gevinst opgøres på baggrund af Leifs oprindelige skattemæssige position jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 2. Dette kan medføre en større skattepligtig avance ved et senere salg.

Succession skaber dermed en forskydning i tid. Den aktuelle skattebetaling undgås men den fremtidige skattebyrde bevares. I generationsskifte er dette ofte acceptabelt, fordi formålet er at videreføre virksomheden og undgå at skatten på overdragelsestidspunktet svækker driften. For Emma kan dette være en fordel, fordi hun kan overtage virksomheden uden at skulle finansiere både købssum og den skat, som ellers ville blive udløst hos Leif. For Leif kan det være en fordel, fordi han kan gennemføre generationsskiftet uden at realisere en skattebetaling, der ikke nødvendigvis modsvares af en kontant betaling.

Retsvirkningen har også betydning ved gaveoverdragelse. Hvis Leif overdrager en del af anparterne som gave, kan der udløses gaveafgift efter boafgiftsloven, men aktieavancebeskatningsloven kan udskydes ved succession. I den forbindelse er den skematiske værdiansættelse relevant, fordi den kan danne grundlag for gaveafgiften. Hvis værdien fastsættes efter boafgiftslovens § 12 a, og betingelserne for anvendelse er opfyldt, kan parterne opnå større sikkerhed for værdiansættelsen. I NordWind Components ApS er dette vigtigt, fordi forskellen mellem den skematiske værdi og de markedsbaserede værdier er stor. Hvis generationsskiftet kan baseres på den skematiske værdi, bliver det økonomisk lettere at

gennemføre. Samtidig kan succession sikre at Leif ikke beskattes af avance på overdragelsestidspunktet. Kombinationen af den skematiske værdiansættelse og succession kan derfor være et centralt element i en praktisk gennemførlig model.

6.6.3 Successions betydning for finansiering og likviditet

Finansiering udgør ofte en væsentlig udfordring ved generationsskifte, idet den næste generation sjældent har tilstrækkelig likviditet til at erhverve virksomheden til fuld handelsværdi (Beierholm). Dette gælder særligt, når der er tale om en virksomhed med betydelige aktiver og høj værdi. I NordWind Components ApS er den skematiske værdi opgjort til cirka 66,1 mio. kr. jævnført afsnit 6.1, mens DCF- og multipelværdierne er væsentlig højere, jævnført afsnittene 6.2 og 6.3. Uanset hvilken værdi der anvendes, er der tale om en betydelig virksomhedsværdi, som Emma ikke nødvendigvis kan finansiere kontant.

Succession reducerer finansieringsbehovet indirekte, fordi der ikke skal finansieres en samtidig avancebeskatning hos Leif. Hvis overdragelsen sker uden succession, kan Leif have behov for en kontant købssum, som både kompenserer ham for overdragelsen og giver mulighed for at betale skatten. Sker overdragelsen derimod med succession kan beskatningen udskydes og kan i højere grad finansieres gennem gave, gældsbrev, afdragsordning eller fremtidige udlodninger. I praksis anvendes der ofte kombinationer af finansieringsformer. En del af værdien kan overdrages som gave, en del kan finansieres ved gældsbrev og en del kan eventuelt betales kontant (Lysholt 2026). Ved overdragelse inden for familie er det almindeligt at overdrageren accepterer en mere fleksibel betalingsstruktur med henblik på at videreføre virksomheden.

Idet NordWind Components ApS er kapitaltung taler det for at overdragelsen ikke bør belaste virksomhedens likviditet unødigt. Virksomheden har behov for kapital til vedligeholdelse og investering i produktionsudstyr, særligt fordi den opererer i en branche, hvor teknologisk udvikling og leveringssikkerhed har en stor betydning. Hvis generationsskiftet finansieres ved store udlodninger fra virksomheden, kan det svække dens investeringsmuligheder. Derfor er successionsreglerne og en eventuel holdingstruktur relevante, da de kan give mere fleksibilitet.

Succession bør derfor ikke ses isoleret. Det er et redskab, som virker sammen med værdiansættelse, finansiering og selskabsstruktur. I NordWind Components ApS er successionsprincippet særligt relevant, fordi det kan gøre overdragelsen økonomisk mulig uden

at presse virksomheden. Det betyder at fokus kan rettes mod den fremtidige drift og Emmas gradvise overdragelse frem for en umiddelbar stor skattebetaling.

6.7 Pengetankreglen

Pengetankreglen er en central begrænsning i adgangen til succession. Reglen findes i aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 1, nr. 3, stk. 6, og indebærer at aktier eller anparter ikke kan overdrages med succession, hvis selskabets virksomhed i overvejende grad består af passiv kapitalanbringelse. Regler skal sikre at successionsadgangen forbeholdes reelle erhvervsvirksomheder og ikke anvendes til at udskyde beskatning af passiv formueforvaltning (Skat l). Baggrunden for reglen er at successionsreglerne har til formål at lette videreførelsen af aktive virksomheder. Hvis et selskab primært består af kontanter, værdipapirer eller lignende passive aktiver, er der ikke samme hensyn til virksomhedens fortsatte drift, medarbejdere og produktion. I sådanne tilfælde vil successionen i højere grad fungere som et redskab til skatteudskydelse af formue end som et redskab til at sikre erhvervsmæssig kontinuitet (Skat g). Pengetankreglen har derfor en afgrænsende funktion, idet den adskiller erhvervsvirksomheder fra selskaber, hvor værdien i overvejende grad består af passiv kapitalanbringelse. Denne sondring er vigtig ved generationsskifte af kapitalselskaber, fordi et selskab, som formelt er et A/S eller ApS kan være udelukket af succession, hvis det ikke har tilstrækkeligt aktiv drift.

I NordWind Components ApS er udgangspunktet at virksomheden driver aktiv produktion. Virksomheden producerer komponenter til vindmølleindustrien og har betydelige driftsaktiviteter i form af maskiner og produktionsfaciliteter. Dette taler for at virksomheden ikke er en pengetank. Alligevel bør reglen analyseres konkret, idet pengetankvurderingen ikke kun afhænger af en overordnet beskrivelse af virksomheden, men af den faktiske sammensætning af indtægter og aktiver. Dette blev blandt andet fastslået i SKM2023.168.HR, hvor højesteret lagde vægt på selskabets faktiske aktivitet og sammensætningen af dets aktiver ved vurderingen af, om selskabet kunne anses for en pengetank. Hvis NordWind Components ApS eksempelvis har opbygget en betydelig likvid beholdning eller investeret overskud i værdipapirer, som ikke bliver anvendt i driften, kan disse poster få betydning for pengetankvurderingen, hvorfor der skal foretages en opgørelse efter aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 6. Ifølge aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 6, anses et selskab for i overvejende grad at bestå af passiv kapitalanbringelse, hvis mindst 50

procent af selskabets indtægter eller aktiver kan kategoriseres som passive aktiver. Der er dermed tale om to kriterier: indtægtskriteriet og aktivkriteriet. Hvis et af disse kriterier opfyldt, kan succession som udgangspunkt ikke anvendes.

Indtægtskriteriet ser på om mindst halvdelen af selskabets indtægter, opgjort som gennemsnit over tre regnskabsår, stammer fra passiv kapitalanbringelse. Indtægter fra passiv kapitalanbringelse kan eksempelvis være renteindtægter, udbytter, kursgevinster eller indtægter fra aktiver, der ikke er en del af den aktive drift (Beierholms skatteafdeling 2023). Ved opgørelsen af selskabets indtægter anvendes den regnskabsmæssige nettoomsætning plus summen af øvrige indtægter, som indgår i årsregnskabet. Vurderingen af om selskabet udgør en pengetank baseres således på selskabets årsregnskab udarbejdet efter årsregnskabsloven og ikke på selskabets skatteregnskab. Hvis der er oparbejdet goodwill i selskabet, skal denne ligeledes medregnes ved opgørelse af selskabets samlede aktiver (Skat l).

Aktivkriteriet ser på handelsværdi af selskabets aktiver. Hvis mindst 50 procent af handelsværdien af selskabet består af passive aktiver enten på overdragelsestidspunktet eller opgjort over de seneste tre regnskabsår, anses selskabet for en pengetank. Dette kriterium er særligt relevant i selskaber med store likvide beholdninger eller værdipapirporteføljer (Skat l).

For NordWind Components ApS vil indtægtskriteriet være relativt uproblematisk, idet indtægterne stammer fra salg af specialiserede komponenter til vindmølleindustrien. Dette er driftsindtægter og ikke passive indtægter. Aktivkriteriet kræver derimod en nærmere opgørelse. Virksomheden har betydelige driftsaktiver, men hvis der også er store kontante beholdninger eller finansielle investeringer, skal disse indgå i vurderingen som passive aktiver. I den skematiske værdiansættelse indgår driftsaktiver på 103,5 mio. kr., hvilket taler for at virksomheden har en betydelig aktiv kapitalbinding. Denne kapitalbinding er knyttet til produktionen og dermed til den aktive erhvervsvirksomhed. Dette styrker vurderingen af at NordWind Components ApS ikke er en pengetank. Idet de passive aktiver er begrænsede, vil både indtægts- og aktivkriteriet pege i retningen af at succession kan anvendes. Det er dog væsentligt at være opmærksom på tidspunktet for vurderingen. Hvis Leif forud for generationsskiftet udlodder driftsaktiver, sælger aktivitet eller opsparer store likvide beløb i selskabet, kan dette påvirke pengetankvurderingen.

6.7.1 Pengetankreglen i holdingstruktur

Pengetankreglen er mere kompleks, når virksomheden drives i en holdingstruktur. Hvis en fysisk person ejer et holdingselskab, der ejer et driftsselskab, skal vurderingen ikke nødvendigvis ske på holdingselskabets egne aktiver. Hvis holdingselskabets eneste aktiv er kapitalandele i driftsselskaber, ville selskaber umiddelbart fremstå som passivt. Reglerne indeholder derfor transparensprincipper, som indebærer at der ved visse ejerandele foretages en vurdering af datterselskabets underliggende aktiver og indtægter jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 34, stk. 6.

Dette er relevant for NordWind Components ApS, hvis Leif forud for generationsskiftet etablerer et holdingselskab ved aktieombytning. Efter aktieombytningen vil Leif ikke længere eje driftsselskabet direkte, men eje et holdingselskab, som ejer NordWind Components ApS. Ved en senere overdragelse af anparter i holdingselskabet til Emma skal det vurderes, om holdingselskabet kan overdrages med succession. Spørgsmålet her er om holdingselskaber i overvejende grad består af passiv kapitalanbringelse. Denne problemstilling er behandlet i SKM2023.168.HR, hvor Højesteret understregede betydningen af selskabets faktiske aktiver og aktivitet ved vurderingen af pengetankreglen. Hvis holdingselskabet alene ejer anparterne i driftsselskabet og reglerne om transparens medfører at der ses igennem driftsselskabets aktiver, så vil NordWind Components ApS' aktive produktionsaktiver understøtte at selskabet ikke er en pengetank. Hvis holdingselskabet derimod over tid opsparer store passive aktiver eksempelvis værdipapirer eller kontanter fra udbytter kan pengetankreglen ændre sig.

Holdingstrukturen kan dermed både være en fordel og en risiko. Den giver mulighed for at adskille drift og opsparede værdier, men hvis de opsparede værdier bliver for store og passive kan de påvirke adgangen til succession ved en senere overdragelse af holdingselskabet. Det er desuden vigtigt at være opmærksom på at pengetankreglen ikke kun er relevant på det tidspunkt generationsskiftet planlægges. Hvis overdragelsen gennemføres gradvist over flere år, skal betingelserne vurderes ved hver overdragelse (Skat l). NordWind Components ApS kan derfor ikke nøjes med en opgørelse. Hvis Emma eksempelvis først overtager 30 procent og senere 70 procent, bør pengetankreglen vurderes ved begge overdragelser.

6.8 Aktieombytning

Aktieombytning er en almindelig omstruktureringsmodel ved generationsskifte af selskaber. Modellen anvendes ofte til etablering af en holdingstruktur, hvor ejeren ikke længere ejer driftsselskabet direkte, men gennem et holdingselskab. Ved en aktieombytning indskyder ejeren sine kapitalandele i driftsselskabet i et holdingselskab mod at modtage kapitalandele i holdingselskabet (Olesen 2023, s. 219). Reglerne om skattefri aktieombytning findes i aktieavancebeskatningsloven § 36, som henviser til beskatning efter fusionsskattelovens regler, herunder fusionsskattelovens §§ 9 og 11.

I relation til casen vil NordWind Components ApS fortsat være driftsselskabet, men der etableres et holdingselskab, eksempelvis NordWind Holding. Leif vil herefter eje holdingselskabet, som ejer driftsselskabet. Formålet er ikke nødvendigvis at overdrage virksomheden straks, men at skabe en mere fleksibel struktur til det kommende generationsskifte mellem Leif og Emma.

En holdingstruktur kan give nogle fordele. Overskud kan udloddes fra driftsselskabet til holdingselskabet uden direkte driftsmæssig risiko, og ejerandele kan gradvist overdrages. Samtidig hvis holdingselskabet ejer mindst 10 procent af kapitalandelene i datterselskabet jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 8, eller der er tale om skattefrie porteføljeaktier jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 4 C, vil holdingselskabet, som udgangspunkt, kunne afstå kapitalandele i driftsselskabet skattefrit. Dette adskiller sig fra et direkte ejerskab hos en fysisk person, idet en fysisk persons afståelse af aktier som udgangspunkt beskattes efter aktieavancebeskatningslovens § 12 uanset ejerandel.

Som udgangspunkt anses en aktieombytning skattemæssigt som en afståelse af aktier eller anparter. Efter aktieavancebeskatningslovens § 36 kan ombytningen dog gennemføres skattefri hvor beskatning i stedet udskydes til et senere tidspunkt, eksempelvis ved salg eller likvidation af holdingselskabet (Olesen 2023, s. 220).

For NordWind Components ApS kan en skattefri aktieombytning være relevant, fordi Leif i dag ejer selskabet direkte. Ved at etablere en holdingstruktur kan generationsskiftet gennemføres gradvist, således Emma løbende kan overtage ejerandele, mens Leif forsat kan deltage aktivt i virksomheden i en overgangsperiode. Aktieombytning skaber dermed et

selskabsretlig grundlag for at adskille den praktiske ledelsesovergang fra den skattemæssige og økonomiske ejerstruktur.

6.8.1 Skattefri og skattepligtig aktieombytning

En aktieombytning kan gennemføres enten skattepligtig eller skattefrit. Ved en skattepligtig aktieombytning anses ejeren for at have afstået sine kapitalandele til handelsværdi, hvilket kan udløse avancebeskatning efter aktieavancebeskatningslovens §§ 7 og 12. Dette vil ofte være mindre hensigtsmæssigt ved generationsskifte, da der typisk ønskes udskydelse af beskatningen.

Ved skattefri aktieombytning sker der derimod ingen beskatning på ombytningstidspunktet. De modtagne kapitalandele i holdingselskabet indtræder i stedet i den skattemæssige position, som de oprindelige kapitalandele havde. Modellen anvendes ofte til etablering af holdingselskaber gennem apportindskud. For at gennemføre en skattefri aktieombytning skal en række betingelser i aktieavancebeskatningslovens § 36 være opfyldt. Holdingselskabet skal opnå bestemmende indflydelse over driftsselskabet, og vederlaget skal som udgangspunkt bestå af aktier eller anparter. Aktionæren skal desuden være fuldt skattepligtig til Danmark. Ombytningen skal gennemføres inden seks måneder fra første ombytningsdag, og reglerne gælder for kapitalselskaber.

I NordWind Components ApS vil betingelserne jævnfør aktieavancebeskatningslovens § 36 som udgangspunkt kunne opfyldes, hvis Leif indskyder samtlige anparter i et nystiftet holdingselskab. Holdingselskabet vil herefter eje 100 procent af driftsselskabet og dermed opnå fuld kontrol. Vederlaget til Leif vil bestå af anparter i holdingselskabet, hvilket som udgangspunkt opfylder kravene til en skattefri aktieombytning.

Praksis viser, at vurderingen af bestemmende indflydelse kan bero på en konkret vurdering. I SKM2008.182.SR accepterede Skatterådet en efterfølgende 50/50-ejerstruktur, fordi flertalskravet var opfyldt på ombytningstidspunktet. Omvendt fandt Skatterådet i SKM2012.504.SR, at flere dispositioner skulle vurderes samlet, hvorfor betingelserne for skattefrihed ikke var opfyldt.

6.8.2 Skattefri aktieombytning med og uden tilladelse fra SKAT

Efter aktieavancebeskatningslovens § 36 kan skattefri aktieombytning gennemføres enten med eller uden tilladelse fra Skattestyrelsen. Ved ombytning med tilladelse foretager Skattestyrelsen en konkret vurdering af om omstruktureringen er forretningsmæssigt begrundet. Formålet er at sikre, at reglerne ikke anvendes til skatteundgåelse.

Et planlagt generationsskifte kan normalt udgøre en gyldig forretningsmæssig begrundelse, hvis omstruktureringen er nødvendig for virksomhedens fortsatte drift. I relation til NordWind Components ApS vil etableringen af en holdingstruktur mellem Leif og Emma derfor som udgangspunkt kunne anses som forretningsmæssig begrundet. Formålet er at sikre virksomhedens videreførelse og skabe en hensigtsmæssig ejerstruktur.

Ved aktieombytning uden tilladelse gælder der ikke krav om forretningsmæssig begrundelse. Til gengæld skal de objektive betingelser i aktieavancebeskatningslovens § 36, stk. 6-7, overholdes nøje. Den væsentligste betingelse er holdingsperioden på tre år, hvor holdingselskabet som udgangspunkt ikke må afstå de modtagne kapitalandele. Hvis kapitalandelene sælges inden udløbet af perioden, bortfalder skattefriheden som udgangspunkt.

For NordWind Components ApS afhænger valget mellem ombytning med eller uden tilladelse af behovet for sikkerhed og fleksibilitet. En tilladelsesbaseret model kan være relevant ved usikkerhed om værdiansættelse eller efterfølgende dispositioner, mens en ombytning uden tilladelse kan være mere praktisk i enkle selskabsforhold. Det er op til NordWind Components ApS at vurdere, hvilken løsning der er mest hensigtsmæssig i deres situation

6.9 Finansiering af generationsskiftet

Når værdien af en virksomhed er fastsat, så opstår næste centrale spørgsmål i forbindelse med et generationsskifte, hvordan overdragelsen skal finansieres. Finansieringen har stor betydning for, om generationsskiftet er realistisk at gennemføre i praksis, da den valgte finansieringsform både påvirker virksomhedens likviditet, den økonomiske belastning for den næste generation samt de skattemæssige konsekvenser for parterne. Dette er særligt relevant i familieejede virksomheder, hvor ønsket om at videreføre virksomheden i familien kan vægtes højere end at opnå den højest mulige salgspris. I relation til NordWind Components ApS bliver

finansieringen relevant, fordi de tre værdiansættelsesmetoder har resulteret i væsentligt forskellige værdiestimater. Den skematiske metode resulterede i en værdi på 66 mio. kr., mens DCF-modellen og multipelmetoden førte til et væsentligt højere værdiestimat. Dette har direkte betydning for finansieringsbehovet, da en højere værdiansættelse samtidig kræver en større finansiering ved overdragelsen. Særligt i forbindelse med familieoverdragelser kan dette skabe udfordringer, da den næste generation ofte ikke har mulighed for at finansiere hele købesummen kontant.

Finansieringen af generationsskiftet kan gennemføres på flere måder, hvor nogle af de almindelige modeller er overdragelse ved gave, kontant køb og sælgerfinansiering gennem gældsbrev. I praksis vil generationsskifter ofte bestå af en kombination af disse modeller, hvor der både tages hensyn til virksomhedens økonomi, familiens ønsker og de skattemæssige konsekvenser.

I det følgende afsnit analyseres derfor de forskellige muligheder for finansiering af generationsskiftet i NordWind Components ApS. Der vil være fokus på, hvordan de enkelte modeller fungerer i praksis, hvilke fordele og ulemper de medfører, samt hvordan de forskellige værdiansættelser påvirker mulighederne for at gennemføre generationsskiftet.

6.9.1 Betydningen af værdiansættelsen

Værdiansættelsen har en afgørende betydning for, hvordan et generationsskifte kan finansieres i praksis. Dette skyldes at den beregnede virksomhedsværdi danner grundlag for størrelsen af den købesum, som den erhvervende part enten skal finansiere kontant, overtage som gæld eller modtage helt eller delvist som gave. Jo højere værdiansættelsen er, jo større bliver finansieringsbehovet som udgangspunkt også. Dette gør valg af værdiansættelsesmetode relevant i forbindelse med generationsskifte af familieejede virksomheder.

I analysen af NordWind Components ApS ses dette tydeligt, da de forskellige værdiansættelsesmetoder har resulteret i væsentligt forskellige værdier. Den skematiske metode resulterede i en virksomhedsværdi på 66.051.087 kr., mens DCF-modellen resulterede i en værdi på 198.951.390 kr. Forskellen mellem modellerne udgør dermed mere end 130 mio. kr., hvilket har en væsentlig betydning for, hvordan generationsskiftet realistisk kan

gennemføres. Hvis virksomheden overdrages til en værdi tættere på DCF-værdien, vil det kræve et betydeligt kapitalgrundlag hos den erhvervende part. Dette kan skabe udfordringer da næste generation sjældent har mulighed for at finansiere så stor en købesum kontant. Samtidig vil ekstern finansiering gennem banker ofte afhænge af virksomhedens fremtidige evne til at generere stabile pengestrømme. Dette er særligt relevant i NordWind Components ApS' tilfælde, da virksomheden er kapitaltung og samtidig opererer med relativt lave marginer. En høj værdiansættelse vil derfor kunne medføre en høj gældsbelastning efter overdragelsen, hvilket kan reducere virksomhedens likviditet og fremtidige investeringsmuligheder.

Omvendt vil en lavere værdiansættelse reducere finansieringsbehovet og dermed gøre generationsskiftet lettere at gennemføre. Dette ses især ved den skematiske metode, hvor værdien i høj grad er baseret på historiske regnskabstal og reguleret egenkapital. En lavere værdiansættelse kan samtidig gøre det muligt at gennemføre en større del af overdragelsen som gave. I den forbindelse bliver reglerne om gaveafgift relevante, da overdragelser mellem nærtstående familiemedlemmer som udgangspunkt er omfattet af boafgiftslovens regler om gaveafgift. Derudover har værdiansættelsen også betydning i relation til succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34. Selvom succession medfører, at beskatningen udskydes hos overdrageren, ændrer dette ikke på at den erhvervende part fortsat skal kunne finansiere købssummen. Succession løser dermed primært den skattemæssige belastning ved overdragelsen, men ikke nødvendigvis den likviditetsmæssige udfordring ved finansieringen. Dette understreger at værdiansættelsen og finansiering hænger tæt sammen i praksis.

Samlet set viser analysen at værdiansættelsen ikke alene har betydning for den teoretiske værdi af virksomheden, men også for om generationsskiftet praktisk og økonomisk kan gennemføres. Valget af værdiansættelsesmetode får derfor direkte betydning for finansieringsbehovet, virksomhedens fremtidige økonomi og den samlede strukturering af generationsskiftet.

6.9.2 Overdragelse ved gave

En mulighed for at finansiere generationsskiftet i NordWind Components ApS er at gennemføre hele eller dele af overdragelsen som en gave fra Leif til Emma. Ved denne model overdrages anparterne helt eller delvist uden fuldt vederlag, hvilket reducerer finansieringsbehovet for den erhvervende part. Dette er særligt relevant ved

familieoverdragelser, hvor ønsket ofte er at sikre virksomhedens fortsatte drift i familien frem for at opnå den højest mulige salgspris.

Ved gaveoverdragelser mellem forældre og børn bliver reglerne i boafgiftsloven centrale. Efter boafgiftslovens § 22 er børn omfattet af den personkreds, som kan modtage gaver mod betaling af gaveafgift frem for almindelig indkomstbeskatning. Dette betyder at en del af virksomhedsoverdragelsen kan gennemføres som gave, hvor modtageren betaler gaveafgift af den del af værdien som, overstiger det afgiftsfrie bundfradrag pr. år på 80.600 kr. (Skat d).

Ved generationsskifte af erhvervsvirksomheder gælder der samtidig særlige regler om nedsat gaveafgift. Efter boafgiftslovens § 23 a kan gaveafgiften reduceres ved overdragelse af erhvervsvirksomheder og kapitalandele, når overdragelsen sker med skattemæssig succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34. Efter reglerne udgør gaveafgiften i denne situation 10 procent, når betingelserne er opfyldt, jævnfør boafgiftslovens § 23 a stk. 4. Betingelserne er at betingelserne for overdragelse med succession skal være opfyldt, man skal have ejet virksomheden i minimum et år og modtageren skal have deltaget aktivt i virksomheden i ejertiden (Skat f). Denne regel har til formål at gøre det lettere at videreføre familieejede virksomheder uden at skabe en for stor likviditetsmæssig belastning for næste generation.

I relation til NordWind Components ApS betyder dette, at Leif vil kunne overdrage hele eller dele af virksomheden til Emma som gave, samtidig med at der anvendes succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34. Dette indebærer Leif ikke beskattes af aktieavancen på overdragelsestidspunktet, mens Emma indtræder i hans skattemæssige stilling. Samtidig reduceres gaveafgiften til 10 procent, hvilket mindsker den samlede økonomiske belastning ved generationsskiftet. Denne model kan være særligt relevant i NordWind Components ApS' tilfælde, da de forskellige værdiansættelsesmetoder har resulteret i meget forskellige værdiestimater. Hvis virksomheden eksempelvis overdrages med udgangspunkt i DCF-værdien på næsten 199 millioner kr., vil det være vanskeligt for Emma at finansiere hele købesummen kontant. Ved at gennemføre en del af overdragelsen som gave reduceres behovet for ekstern finansiering væsentligt.

En gaveoverdragelse indebærer dog også nogle udfordringer. Leif modtager ikke den fulde økonomiske værdi af virksomheden, da en del af værdien overføres uden fuldt vederlag. Dette kan være problematisk hvis han er afhængig af provenuet til pension eller anden privat

økonomi. Derudover stiller Skattestyrelsen krav om, at værdiansættelsen sker på et sagligt og dokumenterbart grundlag. Hvis virksomheden værdiansættes for lavt med henblik på at reducere gaveafgiften, så vil der være risiko for at Skattestyrelsen tilsidesætter værdiansættelsen (Skat f).

Derudover bliver reglerne om passivpost, i forbindelse med gaveoverdragelse med succession, relevante. Når den erhvervende part overtager den latente skat gennem succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34, så gives der mulighed for at mindske den afgiftspligtige gaveværdi ved hjælp af en passivpost jævnført kildeskattelovens § 33D. Formålet med passivposten er at tage højde for at erhververen samtidig overtager en fremtidig skatteforpligtelse, som vil blive udløst ved et senere salg af kapitalandelene (Skat c). Passivposten fungerer derfor som et slags fradrag i gaveværdien, fordi erhververen ikke overtager virksomheden uden økonomiske forpligtelser, men også overtager den latente skat.

Ved overdragelse af aktier og anparter beregnes passivposten som udgangspunkt til 22 procent af den skattepligtige avance efter boafgiftslovens § 13 a, stk. 3. Dette betyder i praksis, at den værdi som gaveafgiften beregnes ud fra bliver lavere. Hvis den latente skat avance eksempelvis udgør 10 mio. kr., vil passivposten udgøre 2,2 mio. Kr. Denne passivpost fratrækkes den afgiftspligtige gaveværdi, hvilket reducerer grundlaget for beregning af gaveafgiften. Effekten bliver dermed, at den samlede økonomiske belastning ved generationsskiftet, bliver mindre for den erhvervende part (EY Danmark 2023).

I forhold til NordWind Components ApS får dette særlig betydning, da virksomhedens værdi er forholdsvis høj, særligt ved værdiansættelse efter DCF-modellen. Jo højere virksomhedens værdi er, jo større vil den potentielle latente skat typisk også være. Dermed vil passivposten kunne få større betydning for den samlede økonomiske belastning ved generationsskiftet. Reglerne kan derfor være med til at gøre generationsskiftet mere økonomisk realistisk at gennemføre, da både gaveafgiften og det samlede finansieringsbehov reduceres. Dette viser samtidig, at passivposten har stor praktisk betydning ved generationsskifte af virksomheder med betydelige opsparede værdier.

Samlet set viser analysen at gaveoverdragelse kombineret med succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34 kan være en hensigtsmæssig model ved generationsskifte af NordWind Components ApS. Modellen reducerer finansieringsbehovet for den næste

generation og mindsker samtidig den afgiftsmæssige belastning ved overdragelsen gennem reglerne om nedsat gaveafgift.

6.9.3 Kontant køb

En anden mulighed for at finansiere generationsskiftet i NordWind Components ApS er gennem et kontant køb, hvor den erhvervende part betaler en købesum til overdrageren for de kapitalandele som bliver overdraget. Ved denne model sker overdragelsen mod fuldt eller delvist vederlag, som betyder at overdrageren modtager en direkte økonomisk betaling for virksomheden. Et kontant køb kan anvendes ved generationsskifter, hvor overdrageren ønsker at realisere en større del af virksomhedens værdi og samtidig sikre økonomisk likviditet efter overdragelsen.

Begrebet vederlag dækker over enhver form for økonomisk kompensation i forbindelse med en overdragelse. Dette fremgår blandt andet af BEK. Nr. 1253 af 06/09/2022 § 11, hvor vederlag defineres som enhver form for kompensation, som betales eller krediteres i forbindelse med en relevant aktivitet. I relation til generationsskifte vil der typisk være tale om et kontant vederlag, hvor den erhvervende part betaler en købesum til overdrageren for aktierne eller anparterne i virksomheden (Skat b).

Ved et kontant køb bliver værdiansættelsen central, da den fastlægger størrelsen på den købesum, som den erhvervende part skal finansiere. I NordWind Components ApS' tilfælde har de forskellige værdiansættelsesmetoder resulteret i meget forskellige værdier, som får stor betydning for om et kontant køb er realistisk at gennemføre. Hvis virksomheden eksempelvis værdiansættes efter den skematiske metode til 66 mio. kr., så vil finansieringsbehovet være væsentligt lavere end ved DCF-værdien på 199 mio. kr. Dette viser, at valg af værdiansættelsesmetode ikke alene påvirker virksomhedens teoretiske værdi, men også den praktiske mulighed for at gennemføre generationsskiftet. En stor udfordring ved kontant køb er derfor den betydelige likviditet, som den erhvervende part skal kunne fremskaffe. I praksis vil den næste generation sjældent have mulighed for at finansiere hele købesummen med egne midler, hvilket betyder at der ofte vil være behov for ekstern finansiering gennem eksempelvis banklån. Selvom gælden ikke nødvendigvis placeres direkte i NordWind Components ApS, så vil finansieringen fortsat være afhængig af virksomhedens fremtidige indtjeningsevne og likviditet. Dette skyldes at afdrag og renter typisk finansieres gennem udbytter fra

virksomheden. En høj købesum kan derfor indirekte påvirke virksomhedens investeringsmuligheder efter generationsskiftet. Dette kan skabe udfordringer i NordWind Components ApS' tilfælde, da virksomheden er kapitaltung og samtidig opererer med relativt lave marginer.

Samtidig vil et kontant køb som udgangspunkt medføre beskatning hos overdrageren, hvis der ikke anvendes succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34. Uden succession vil overdragelsen skattemæssigt blive behandlet som et almindeligt salg af aktier eller anparter, hvor overdrageren beskattes af aktieavancen efter reglerne i aktieavancebeskatningslovens § 1 og aktieavancebeskatningslovens § 26. Dette betyder, at en del af købesummen i praksis vil gå til betaling af skat, hvilket kan reducere den økonomiske fordel ved overdragelsen. Hvis betingelserne for succession derimod er opfyldt, så vil beskatningen kunne udskydes, selvom der ydes et kontant vederlag som en del af overdragelsen.

En fordel ved kontant køb er samtidig, at overdrageren modtager en reel økonomisk værdi for virksomheden. Dette kan være særligt relevant, hvis overdrageren er afhængig af betalingen til pension eller privat økonomi. Samtidig skaber modellen en mere klar økonomisk adskillelse mellem generationerne, da virksomheden overdrages mod betaling frem for gennem gave. Dette kan reducere risikoen for fremtidige familiemæssige konflikter omkring værdi og fordeling. Omvendt er en af de største ulemper ved modellen, at den økonomiske belastning i høj grad flyttes til den næste generation. Hvis købesummen bliver for høj i forhold til virksomhedens indtjeningsevne, så kan dette skabe økonomisk pres på virksomheden og den erhvervende part. Dette er relevant ved værdiansættelsen efter DCF-modellen hvor værdien er baseret på forventninger til fremtidige pengestrømme. Hvis disse forventninger ikke realiseres i praksis, så vil overtageren kunne få vanskeligt ved at håndtere den gældsbelastning som finansieringen af købesummen medfører.

I praksis vil kontant køb derfor ofte blive kombineret med andre finansieringsformer. Det kunne være gaveoverdragelse eller gældsbrev. Dette giver mulighed for at reducere den umiddelbare likviditetsbelastning for den næste generation og samtidig tilpasse generationsskiftet til både virksomhedens økonomi og familiens ønsker. For NordWind Components ApS kan en kombination af finansieringsformer derfor være mere realistisk end et fuldt kontant køb, specielt hvis overdragelsen tager udgangspunkt i de højere værdiansættelser.

6.9.4 Gældsbrev

En tredje mulighed for at finansiere generationsskiftet i NordWind Components ApS er ved at gøre brug af et gældsbrev, som også kaldes sælgerfinansiering. Ved denne model overdrages virksomheden ved at den erhvervende part helt eller delvist skylder købesummen til overdrageren, som efterfølgende tilbagebetales over en længere periode. Dette betyder i praksis, at overdrageren fungerer som långiver for den yngre generation. Gældsbreve kan bruges ved generationsskifte af familieejede virksomheder, da modellen kan reducere behovet for ekstern finansiering og samtidig gøre det muligt at gennemføre overdragelsen uden en stor kontant betaling på overdragelsestidspunktet (Skat s).

I relation til NordWind Components ApS kan et gældsbrev være relevant, da de forskellige værdiansættelsesmetoder har resulteret i meget forskellige værdier. Ved værdiansættelse efter DCF-modellen er virksomhedens værdi opgjort til 199 mio. kr., som vil være svært at finansiere kontant for Emma, som nævnt tidligere. Et gældsbrev giver derfor mulighed for at købesummen kan afdrages over en længere årrække, hvilket vil reducere likviditetsbelastningen ved generationsskiftet.

De grundlæggende regler om gældsbreve findes i gældsbrevsloven. Efter gældsbrevslovens § 1 mister den som udsteder et gældsbrev ikke indsigelser fra det underliggende retsforhold, medmindre andet er aftalt. Bestemmelsen betyder at der fortsat kan gøres indsigelser gældende mellem parterne i det oprindelige aftaleforhold. Dette er relevant i forbindelse med generationsskifte, da gældsbrevet kommer som følge af aftalen om virksomhedsoverdragelsen. Derudover følger det af gældsbrevslovens § 5, at hvis der ikke er aftalt noget om betalingstidspunktet, så er skyldneren forpligtet til at betale gælden så snart fordringshaveren kræver det. Derfor vil det i praksis være vigtigt at parterne i forbindelse med generationsskiftet aftaler klare vilkår om afdrag, løbetid og betalingstidspunkter. Dette er relevant ved større virksomhedsoverdragelser som NordWind Components ApS, hvor tilbagebetalingen formentlig vil strække sig over mange år.

Ved generationsskifte vil der typisk være tale om et simpelt gældsbrev. Efter gældsbrevslovens § 26 er simple gældsbreve som navnegældsbreve, der ikke er omsætningsgældsbreve. Det simple gældsbrev kan bruges i forbindelse med familieoverdragelser, fordi gælden ønskes

knyttet direkte mellem overdrager og erhverver. Dette betyder samtidig at gældsforholdet i høj grad er baseret på tillid mellem parterne. Samtidig følger det af gældsbrevslovens § 27, at erhververen af et simpelt gældsbrev ikke opnår bedre ret end overdrageren. Bestemmelsen betyder at skyldneren fortsat kan gøre de samme indsigelser gældende over for den oprindelige kreditor. Dette understreger at simple gældsbreve adskiller sig fra omsætningsgældsbreve ved at give skyldneren en større beskyttelse. Hvis gældsbrevet overdrages til en tredjemand, så bliver gældsbrevslovens § 31 relevant. Efter bestemmelsen får overdragelsen af et simpelt gældsbrev først gyldighed mod overdragerens kreditorer, når skyldneren er blevet underrettet om overdragelsen. Dette har betydning i situationer, hvor gældsbrevet eksempelvis anvendes som sikkerhed eller overdrages til andre kreditorer.

I forbindelse med generationsskifte kan gældsbreve samtidig kombineres med succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34. Dette indebærer at overdrageren ikke beskattes af overskuddet på overdragelsestidspunktet, fordi den erhvervende part overtager den udskudte skat. Kombinationen af succession og gældsbrev kan derfor være fordelagtig, da den både mindsker den skattemæssige belastning og belastningen fra andre finansieringsmuligheder ved generationsskiftet. En fordel ved gældsbrevet er, at overdrageren fortsat modtager betaling for virksomheden, samtidig med at overtageren undgår at skulle finansiere hele købesummen gennem bankfinansiering. Dette kan være særligt relevant i NordWind Components ApS' tilfælde, da virksomheden er kapitaltung og derfor har behov for at bevarer likviditet til investeringer og drift. Derudover giver gældsbreve mulighed for større fleksibilitet mellem parterne. De kan selv aftale størrelsen på afdragene, løbetiden og rentevilkårene, hvilket gør det muligt at tilpasse finansieringen til virksomhedens forventede indtjeningsevne. Dette kan være særligt relevant i NordWind Components ApS' tilfælde, hvor de fremtidige pengestrømme kan spille en stor rolle, som kan ses i DCF-modellen.

Omvendt indebærer et gældsbrev også nogle risici for den der overdrager. Betalingen sker over en længere periode, hvilket betyder at overdrageren har en kreditrisiko på erhververen. Hvis virksomheden efter generationsskiftet får økonomiske problemer, så kan dette påvirke den næste generations mulighed for at tilbagebetale gælden. Overdrageren er dermed ikke sikret samme økonomiske sikkerhed som ved et fuldt kontant køb. I praksis kan det derfor give mening at kombinere et gældsbrev med andre finansieringsformer. Det kunne for eksempel være delvis kontant betaling eller gaveoverdragelse. Dette giver mulighed for at skabe en mere balanceret finansieringsstruktur, hvor både overdragerens og den næste generations

økonomiske interesser tilgodeses. For NordWind Components ApS' kan en kombination af gave, gældsbrev og eventuelt delvis kontant betaling derfor være den mest realistiske løsning, uanset hvilken værdiansættelse generationsskiftet tager udgangspunkt i.

6.10 Salg af aktiver

I forbindelse med generationsskiftet i NordWind Components ApS kan det overvejes, om visse aktiver bør sælges fra selskabet inden overdragelsen, og lease dem tilbage således den samlede handelsværdi af selskabet bliver reduceret. Dette kan være relevant i tilfælde, hvor en virksomhed besidder væsentlige driftsmidler, som binder en betydelig kapital i selskabet. Desto flere aktiver, som er placeret i driftsselskabet, desto højere vil selskabets værdi som udgangspunkt være, hvilket kan gøre generationsskiftet dyrere for den næste generation. Ved at sælge eller udlodde udvalgte aktiver inden generationsskiftet og herefter lease aktiverne tilbage kan selskabets værdi reduceres uden at den daglige drift nødvendigvis påvirkes væsentligt.

En mulighed kunne være at NordWind Components ApS sælger aktiverne til Leif personligt eller til et holdingselskab ejet af Leif, hvorefter driftsselskabet leaser aktiverne tilbage gennem en leasingaftale. Dette minder om en sale and lease back model hvor selskabet frigør kapital og samtidig bevarer brugsretten til de aktiver, som er nødvendige for driften (Grenke 2024). Skatteretligt accepteres sale and lease back arrangementer som udgangspunkt, men der bliver foretaget en konkret realitetsbedømmelse af, om der reelt er sket en overdragelse af ejendomsretten, eller om arrangementet i realiteten blot dækker over finansiering eller køb på kredit. Skattestyrelsens praksis viser, jævnfør SKM2004.65.ØLR, at det især har betydning om leasinggiver reelt har ejendomsretten, om leasingtager har købepligt eller tilbagekøbsret, og om aftalen er indgået på markedsmæssige vilkår. Hvis aftalen reelt anses for et køb på kredit, kan fradrag for leasingydelser nægtes, og aktiver kan i stedet blive behandlet som ejet af leasingtager.

En fordel ved denne model er at selskabets værdi reduceres, hvilket kan mindske finansieringsbehovet for den næste generation. Hvis eksempelvis produktionsmaskinerne tages ud af selskabet, vil køberen af NordWind Components ApS ikke skulle betale for maskinerne som en del af selskabets værdi, men betale det som løbende leasingydelser for brugen af maskinerne. Leasingydelser vil som udgangspunkt kunne fradrages som driftsomkostninger

efter statsskattelovens § 6, stk. 1, litra a, hvis udgiften er afholdt for at erhverve, sikre eller vedligeholde selskabets indkomst.

Der er dog væsentlige skattemæssige forhold som skal inddrages i vurderingen. Hvis Leif vælger at udlodde aktiver fra selskabet til sig selv, vil dette som udgangspunkt blive anset som udbytte efter ligningslovens § 16 A, hvor udbyttebegrebet omfatter værdier, som udloddes fra selskabet til ejeren. Det betyder at Leif beskattes af aktivernes handelsværdi på udlodningstidspunktet, selvom han ikke nødvendigvis modtager kontanter. Hvis aktiverne i stedet sælges til Leif eller hans eventuelle holdingselskab skal salget ske til markedspris. Hvis aktiverne sælges for billigt, kan der opstå risiko for maskeret udlodning. Maskeret udlodning er kendetegnet ved enkeltstående dispositioner mellem et selskab og dets aktionærer, hvor der sker overdragelse af aktiver, som afviger fra markedspriser (Skat h). Hvis salget ikke sker til markedspris, kan Skattestyrelsen korrigere transaktionen efter armslængdeprincippet i ligningslovens § 2, som fremhæver at kontrollerede transaktioner gennemføres på samme vilkår som mellem uafhængige parter.

Samtidig kan salget af aktiverne udløse skattemæssige konsekvenser for selskabet. Ved salg af afskrivningsberettigede driftsmidler skal salgssummen modregnes i selskabets afskrivningssaldo efter afskrivningslovens regler. Hvis selskabet tidligere har foretaget skattemæssige afskrivninger på aktiverne, kan der opstå genbeskatning eller reduktion af afskrivningsgrundlaget jævnfør afskrivningslovens §§ 5-9. Dette betyder at modellen ikke alene skal vurderes ud fra om selskabets værdi reduceres, men også ud fra de skattemæssige konsekvenser, der opstår ved at flytte aktiverne ud af selskabet.

Et alternativ til intern leasing er at NordWind Components ApS sælger aktiverne til en uafhængig tredjemand, eksempelvis et leasingselskab, og herefter leaser aktiverne tilbage. Denne løsning kan i praksis være mere enkel skattemæssigt og dokumentationsmæssigt, idet der ikke er tale om interesseforbundne parter. Når leasinggiver er en ekstern part, reduceres risikoen for at Skattestyrelsen tvivler på prisfastsættelsen eller leasingvilkårene. Samtidig vil handelsprisen og leasingydelserne ofte være nemmere at dokumentere som markedsmæssige, fordi de er fastsat af en ekstern aktør. Leasingtager har normalt fradrag for leasingydelserne som driftsudgifter i den periode leasingaftalen vedrører, mens leasinggiver, som ejer af aktivet, har afskrivningsretten (Nykredit leasing).

Leasing fra tredjemand kan derfor være en fordelagtig løsning i virksomheder med store kapitalbindinger, hvor formålet er at reducere virksomhedens værdi og gøre generationsskiftet lettere at finansiere. Ulempen er dog at selskabet mister ejerskabet over aktiverne og dermed bliver afhængig af leasingsaftalens vilkår. På længere sigt kan leasing desuden blive dyrere end selv at eje aktiverne, især hvis aktiverne har lang levetid og lav værdiforringelse.

Udskillelse af aktiver og efterfølgende leasing kan være et relevant værktøj i generationsskiftet af NordWind Components ApS, idet selskabet er aktivtungt. Derudover kan den være relevant hvis den kommende ejer har begrænsede finansieringsmuligheder. Modellen kan reducere selskabets handelsværdi og dermed gøre generationsskiftet mere økonomisk overkommelig for den næste generation.

7. Konklusion

Formålet med dette speciale har været at undersøge, hvordan forskellige værdiansættelsesmetoder kan anvendes ved generationsskifte af familieejede virksomheder, og hvilken betydning valget af værdiansættelsesmetode har for virksomhedens værdi og finansieringen af generationsskiftet. Dette er undersøgt gennem DCF-modellen, den skematiske metode og multipelmetoden med udgangspunkt i case virksomheden NordWind Components ApS. Derudover er de selskabsretlige og skatteretlige forhold omkring succession, pengetankreglen og finansiering af generationsskiftet blevet analyseret. På baggrund af specialets analyser kan det konkluderes, at værdiansættelsen har afgørende betydning for både den skattemæssige strukturering og den praktiske gennemførelse af et generationsskifte.

Analysen af de tre værdiansættelsesmetoder viser at modellerne bygger på forskellige teoretiske tilgange og fører derfor også til forskellige virksomhedsværdier. DCF-modellen er fremtidsorienteret og tager udgangspunkt i virksomhedens forventede pengestrømme og kapitalomkostninger. Den skematiske metode bygger i højere grad på historiske regnskabstal, reguleret egenkapital og kapitaliseret merindtjening, mens multipelmetoden tager udgangspunkt i sammenlignelige virksomheder og markedsbaserede multipler.

På baggrund af analysen kan det konkluderes, at alle tre modeller kan anvendes ved generationsskifte, men at de hver især har forskellige styrker og svagheder. DCF-modellen vurderes at give det mest teoretisk retvisende billede af virksomhedens økonomiske værdi, da modellen inddrager virksomhedens fremtidige indtjeningsevne og risiko. Samtidig er modellen meget følsom over for ændringer i forudsætninger som vækstrater, budgetter og diskonteringsrente. Den skematiske metode fremstår derimod mere stabil og forudsigelig, da den primært bygger på historiske og dokumenterbare forhold. Multipelmetoden fungerer godt som supplement og kontrolværkstøj, men er samtidig afhængig af relevante sammenlignelige virksomheder og troværdige multipler. Analysen viser samtidig, at valget af værdiansættelsesmetode har stor betydning for den beregnede virksomhedsværdi. Den skematiske metode resulterede i den laveste værdiansættelse på ca. 66 mio. kr., mens DCF-modellen resulterede i en væsentligt højere værdi på ca. 199 mio. kr. Multipelmetoden placerede sig mellem disse værdier. Forskellene skyldes især modellernes forskellige fokus på henholdsvis historiske regnskabstal, markedsdata og fremtidige pengestrømme. Det kan derfor

konkluderes at valg af værdiansættelsesmetode ikke alene påvirker virksomhedens teoretiske værdi, men også den praktiske mulighed for at gennemføre generationsskiftet.

Samlet set viser analysen, at det er vigtigt at vurdere værdiansættelsesmetoderne i den konkrete sammenhæng, hvor de anvendes. I forbindelse med generationsskifte kan den skematiske metode være fordelagtig, da den i NordWind Components ApS' tilfælde resulterede i den laveste værdiansættelse, som reducerer både finansieringsbehovet og den afgiftsmæssige belastning. Samtidig er den skematiske metode understøttet af skattemæssig praksis og vejledninger, hvilket giver en større grad af sikkerhed over for skattemyndighederne. DCF-modellen og multipelmetoden bygger derimod mere på skøn og forudsætninger, som kan gøre værdiansættelsen mere usikker og lettere at anfægte.

I forhold til succession og pengetankreglen viser analysen, at disse regler har stor betydning ved generationsskifte af familieejede virksomheder. Succession efter aktieavancebeskatningslovens § 34 gør det muligt at udskyde beskatningen ved overdragelsen, som mindsker likviditetsbelastningen for både overdrager og erhverver. Analysen viser dog samtidig at anvendelsen af succession er betinget af en række krav, hvor pengetankreglen er en af de mest centrale begrænsninger. Derudover viser analysen, at værdiansættelsen har væsentlig betydning for finansieringen af generationsskiftet. Jo højere virksomhedsværdi der fastsættes, jo større bliver finansieringsbehovet for den næste generation. Dette ses særligt ved DCF-værdien, hvor et fuldt kontant køb vil være vanskeligt at finansiere. Derfor bliver valg af finansieringsmodel afgørende for om generationsskiftet realistisk kan gennemføres.

Specialet viser at gaveoverdragelse kan reducere likviditetsbelastningen for den næste generation, særligt når overdragelsen kombineres med succession og den reducerede gaveafgift på 10 procent. Kontant køb giver omvendt overdrageren mulighed for at modtage den fulde økonomiske værdi af virksomheden, men skaber samtidig et betydeligt finansieringsbehov. Gældsbrev ligner en mere fleksibel løsning, da købesummen kan tilbagebetales over en længere periode og dermed tilpasses virksomhedens fremtidige indtjeningsevne. På baggrund af analysen kan det samlet konkluderes, at en kombination af finansieringsmodeller ofte vil være den mest realistiske løsning ved generationsskifte af større familieejede virksomheder som NordWind Components ApS. En kombination af gaveoverdragelse, gældsbrev og eventuelt delvist kontant køb gør det muligt at skabe en mere balanceret løsning, hvor både likviditet, skattemæssige forhold og familiens ønsker tilgodeses.

Samlet set viser specialet, at generationsskifte af familieejede virksomheder er en kompleks proces, hvor juridiske, skattemæssige og økonomiske forhold er tæt forbundne. Værdiansættelsen har ikke alene betydning for virksomhedens teoretiske værdi, men også for mulighederne for at strukturere og finansiere generationsskiftet på en hensigtsmæssig måde. Det kan derfor konkluderes, at der ikke findes en korrekt værdiansættelsesmetode ved generationsskifte, da valget afhænger af virksomhedens konkrete forhold og ønskerne til generationsskiftets gennemførelse, men i praksis vil den skematiske metode ofte være at foretrække, da den ofte er den billigste.

8. Litteraturliste

Andreas Fernstrøm 2023, Aug-last update, *Ejerledede og familieejede virksomheder holder gang i lokalsamfundet - DI*.
Available: https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2023/8/ejerledede-og-familieejede-virksomheder-holder-gang-i-lokalsamfundet/[2026, 21/05].

Beierholm 2025, April 9-last update, *Nye regler om generationsskifte er vedtaget*.
Available: https://www.beierholm.dk/viden-og-indsigt/nyheder-og-artikler/nye-regler-om-generationsskifte-er-vedtaget [2026, 27/03].

Beierholm, *Finansiering af generations- og ejerskifte*.
Available: https://www.beierholm.dk/services/raadgivning/virksomhedens-livsfaser/generationsskifte/finansiering-af-generations-og [2026, 06/05].

Beierholms skatteafdeling 2023, Aug 16-last update, *Pengetankreglen - successionsoverdragelse af selskaber*. Available: https://www.beierholm.dk/viden-og-indsigt/nyheder-og-artikler/pengetankreglen-successionsoverdragelse-af-selskaber [2026, 31/03].

Bie, S.M. 2024, *Generationsskifte - Hvad skal du vide? - Selskabsret.dk*.

Bloch Ehlers, A. & Cedervall Lauta, K. 2011, "De juridiske metoder - Introduktion", .

Bolander, J., Michelsen, A., Madsen, L., Laursen, A.N. & Langhave, I. 2019, *Lærebog om indkomstskat,* 18. udgave edn, Djøf Forlag.

CFA, Thomas Brock Full Bio Thomas J. Brock is a, investing, CPA with more than 20 years of experience in various areas including, Management, I.P., Investment, P., Advice, F.P., Insurance, Development of Educational Materials About Life & Board, annuities Learn about our Financial Review, *Price Multiples Explained: Types, Uses, and Formula*.
Available: https://www.investopedia.com/terms/p/pricemultiples.asp [2026, 26/04].

Damodaran, A. (ed) 2012, *Investment Valuation*
- Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, University Edition, tredje edn, Wiley.

Danmarks Statistik 2025, Nov 21-last update, *I 2024 var der 420.000 aktive firmaer*.
Available: https://www.dst.dk/da/Statistik/udgivelser/NytHtml?cid=50010 [2026, 21/05].

Erhardi, J., Madsen, A.C., Plenborg, T. & Christensen, T.B. 2026, *Værdiansættelse af virksomheder og immaterielle aktiver,* FSR.

Erhvervsstyrelsen 2025, Feb 28-last update, *Stiftelse af ApS og A/S*.
Available: https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-stiftelse-af-aps-og-as#chapter11 [2026, 21/03].

Erhvervsstyrelsen a, *Aktieselskab (A/S)*.
Available: https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/aktieselskab-as/a50ff8c4-127a-4b5a-ab41-2617d88a5c55/ [2026, 21/03].

Erhvervsstyrelsen b, *Anpartsselskab (ApS)*.
Available: https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/anpartsselskab-aps/7242321c-f707-4006-9791-f701712783bd/ [2026, 21/03].

Erhvervsstyrelsen c, *Holdingselskab*.
Available: https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/holdingselskab/53b0f9d7-9bad-4f1f-9ae7-3bcf20d25241/ [2026, 21/03].

EY 2025, "Lovforslag om forbedrede muligheder for generationsskifte fremsat | EY - Danmark".

EY Danmark 2023, Jan 5-last update*, Generationsskifte med værdinedslag eller passivpost?*.
Available: https://www.ey.com/da_dk/insights/tax/generationsskifte-med-vaerdinedslag-eller-passivpost [2026, 28/05].

Grenke 2024, jan 29-last update*, Hvad betyder sales lease back?*.
Available: https://www.grenke.dk/alt-om-leasing/nyheder/2024/hvad-betyder-sale-and-lease-back/ [2026, 18/05].

Juul, S. & Bransholm Pedersen, K. 2012, *Samfundsvidenskabernes videnskabsteori: en indføring,* 1. udgave edn, Hans Reitzels Forlag.

Jyske Bank 2023, Apr 24-last update*, Knap 40.000 danske virksomheder står over for generationsskifte*. Available: https://jyskebank.tv/knap-40000-danske-virksomheder-star [2026, 21.05].

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. 2020, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies,* 7th. edition edn, John Wiley & Sons, Inc.

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. & McKinsey & Company 2020, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies" in , Seventh edn, Wiley, , pp. 363–383.

Larsen, A. & Rasmussen, R.Y. 2022, *Juridsik metode for revisorer,* 1. udg. edn, Djøf Forlag.

Lysholt, J. 2026, *Generationsskiftemodeller - successionsmodellen*.

Nykredit leasing*, Moms og skat i forbindelse med leasing*.
Available: https://www.nykreditleasing.dk/Fakts_vilkaar_og_gebyrer/moms-og-skat/ [2026, 19/05].

Olesen, B.S. 2023, *Generationsskifte og omstrukturering: det skatteretlige grundlag,* 7th edn, Djøf.

Pedersen, K. & Pedersen, K. 2017, *Generationsskifte og strukturering: en håndbog for ejerledere,* 1st edn, Karnov Group, Kbh.

PwC Danmark 2026, *Hvad er der af krav, når du vil starte et anpartsselskab (ApS)?*.
Available: https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/anpartsselskab.html [2026, 21/03].

Pwc Danmark*, Hvad siger reglerne, hvis du gerne vil stifte et aktieselskab (A/S)?*.
Available: https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/aktieselskab.html [2026, 21/03].

PwC Danmark*, Hvad skal der til for, at du kan stifte et holdingselskab?*.
Available: https://www.pwc.dk/da/services/sme/artikler/holdingselskab.html [2026, 21/03].

Segal, T. 2025, Jan 11-last update*, Top 3 Pitfalls of Discounted Cash Flow Analysis*.
Available: https://www.investopedia.com/investing/pitfalls-of-discounted-cash-flow-analysis/?utm_source=chatgpt.com [2026, 01/04].

Skat a, *4.3.3.1. Sammenlignelighedsgrundlaget (peer-gruppe)*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813252&chk=216301[2026, 01/04].

Skat b, *A.B.1.2.8.6.4.2 Om begrebet Vederlag* [Homepage of Skat.dk], [Online].
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2365724&chk=220619 [2026, 17/05].

Skat c, *C.A.6.1.1 Beskatning af gaver* [Homepage of Skat.dk], [Online].
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1947441&chk=220619 [2026, 17/05].

Skat d, *C.A.6.2.1 Gaveafgift* [Homepage of Skat.dk], [Online].
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2324451&chk=220619[2026, 17/05].

Skat f, *C.A.6.2.2 Nedsat gaveafgift og betingelser for værdiansættelse efter BAL § 12 a ved overdragelse af aktier og virksomheder*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2250289 [2026, 03/05].

Skat g, *C.B.2.13.1 Familieoverdragelse med succession*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1946385 [2026, 25/03].

Skat h, *C.B.3.1 Det skattemæssige udbyttebegreb*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1946427 [2026, 19/05].

Skat i, *C.C.1.1.1 Begrebet selvstændig erhvervsvirksomhed*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2048527 [2026, 19/03].

Skat j, *C.D.2.4.4.2.2 Standardrenten - SEL § 11 B, stk. 2*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2049664 [2026, 24/04].

Skat k, *C.D.6.3.1 Introduktion til skattefri aktieombytning*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1945319 [2026, 04/04].

Skat l, *C.E.3.3.4.3.4.2 Hvordan opgøres, om et selskab er omfattet af pengetankreglen?*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1847065 [2026, 31/03].

Skat m, *C.J.3.2.1 Introduktion til multipelværdiansættelse*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386886&chk=220619[2026, 18/05].

Skat n, *C.J.3.3.1 Introduktion til den skematiske værdiansættelsesmetode*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2458753[2026, 27/03].

Skat o, *C.J.3.3.2.1 Opgørelse af den regulerede egenkapital*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2458755 [2026, 03/04].

Skat p, *C.J.3.3.2.2 Opgørelse af den kapitaliserede merindtjening*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2458756 [2026, 03/04].

Skat q, *C.J.3.3.2.3 Samlet skematisk værdi* [Homepage of Skat.dk], [Online].
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2458757[2026, 03/04].

Skat r, *C.J.6.2 Formler*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386894&chk=220619 [2026, 14/04].

Skat s, *G.A.3.2.2.1.3.7.2.3 Simple gældsbreve og simple fordringer* [Homepage of Skat.dk], [Online]. Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1949773&chk=220619 [2026, 17/05].

Skat t, *Omkostninger - advokat og revisor - selskabsstiftelse - holdingselskab*.
Available: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=209403&chk=220619 [2026, 19/03].

Sørensen, O. 2022, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse,* 7. udgave, Nord Academic / Gads Forlag.

Tvarnø, C.D. & Nielsen, R. 2017, *Retskilder og retsteorier,* 5. udgave, Djøf Forlag.

World government bonds 2026, May 25-last update*, Denmark Government Bonds - Yields Curve*. Available: https://www.worldgovernmentbonds.com/country/denmark/ [2026, 25/05].

Yin, R.K. 2009, *Case Study Research: Design and Methods,* 4th. edition, SAGE Inc.

Afgørelser

- SKM2023.168.HR
- SKM2008.182.SR
- SKM2012.504.SR

9. Bilag

Bilag 1- Resultatopgørelse og balance NordWind Components ApS

Resultatopgørelse:

Nettoomsætning	300.000.000 kr.
Produktionsomkostninger	-231.000.000 kr.
Bruttoresultat	69.000.000 kr.
Personaleomkostninger	-50.400.000 kr.
Andre driftsomkostninger	-5.000.000 kr.
EBITDA	13.600.000 kr.
Af- og nedskrivninger	-7.700.000 kr.
EBIT	5.900.000 kr.
Finansielle indtægter	1.000.000 kr.
Finansielle omkostninger	-3.000.000 kr.
Resultat før skat	3.900.000 kr.
Skat	-858.000 kr.
Årets resultat	3.042.000 kr.

Balance:

Aktiver:	
Goodwill	2.300.000 kr.
Imaterielle aktiver i alt	**2.300.000 kr.**
Produktionsanlæg og maskiner	47.000.000 kr.
Igangværende anlægsarbejder	21.000.000 kr.
Bygninger	12.000.000 kr.
Andre materielle aktiver	1.500.000 kr.
Anlægsaktiver i alt	**81.500.000 kr.**
Råvarer og hjælpematerialer	6.500.000 kr.
Fremstillede færdigvarer	3.000.000 kr.
Varebeholdning i alt	**9.500.000 kr.**
Tilgodehavender fra salg	21.500.000 kr.
Ignagværende arbejder for fremmed regning	14.500.000 kr.
Andre tilgodehavende	4.000.000 kr.
Tilgodehavender i alt	**40.000.000 kr.**
Likvider	**6.500.000 kr.**
Omsætningsaktiver i alt	**56.000.000 kr.**
Aktiver i alt	**139.800.000 kr.**

Passiver:	
Indskudt kapital	50.000 kr.
Overført resultat	64.250.000 kr.
Egenkapital	**64.300.000 kr.**
Bankgæld	43.200.000 kr.
Langfristede forpligtelser i alt	**43.200.000 kr.**
Gæld til realkreditinsitut	2.500.000 kr.
Leverandørgæld	17.500.000 kr.
Modtagende forudbetalinger fra kunder	2.400.000 kr.
Modtagende forudbetalinger vedr. igangværende arbejder for fremmed regning	3.600.000 kr.
Anden gæld	6.300.000 kr.
Kortfristede forpligtelser i alt	**32.300.000 kr.**
Forpligtelser i alt	**75.500.000 kr.**
Passiver i alt	**139.800.000 kr.**

Bilag 2 - Den skematiske metode NordWind Components ApS

Post	Beløb	
Egenkapital	64.300.000 kr.	
Regulering	500.000 kr.	
Reguleret Egenkapital	64.800.000 kr.	
Driftsaktiver	103.500.000 kr.	
Resultat år 1	6.700.000 kr.	
Resultat år 2	7.200.000 kr.	
Resultat år 3	7.600.000 kr.	
Resultat år 4	6.600.000 kr.	
Resultat år 5	3.042.000 kr.	
Vægtet resultat	5.700.667 kr.	
Kapitalafkastsats	2,00%	
Normalforrentning	5.175.000,00 kr.	
Merindtjening	525.667 kr.	
Levetid for merindtjening	6	år
Kapitaliseret merindtjening (Goodwill)	1.251.087 kr.	
Samlet virksomhedsværdi	66.051.087 kr.	

Bilag 3 - DFC-modellen NordWind Components ApS

Nutidsværdi af d, budgetperiode	57.405.925
Nutidsværdi af d, terminalperiode	141.545.464
Aktionærværdi	**198.951.390**

re	6,2%
g	2%

	Nutidsværdi af d					
	Terminalperiode	2026	2027	2028	2029	2030
d	2.095.576	32.314.147	1.791.307	1.862.959	1.937.478	2.014.977
NV(d)	141.545.464	31.680.536	3.477.932	5.372.557	7.377.389	9.497.511

Bilag 4 - Multipelmetoden NordWind Components ApS

Enhed
Tusinde

	PEER GROUP	**Nettoomsætning, t.**	**Nettooverskud, t.**	**Pengestrømme, t.**	**EK, booked value, t.**	**Markedsværdi, t.**	**P/S**	**P/E**	**P/CF**	**P/B**
1	Vestas	140.580.000	5.829.000	17.085.000	28.987.000	175.111.000	1,2	30,0	10,2	6,0
2	NKT	26.630.000	2.517.000	3.727.000	16.379.000	42.895.000	1,6	17,0	11,5	2,6
3	Schouw & Co.	34.128.000	707.000	2.896.000	11.799.000	14.997.000	0,4	21,2	5,2	1,3
4										
5										

NordWind Components			**Gns. multipel**	**Værdi**
Nettoomsætning, t.	300.000	x	1,1	329.584,36
Nettooverskud, t.	3.042	x	22,8	69.251,76
Pengestrømme, t.	13.600	x	9,0	122.115,21
EK, booked value, t.	64.300	x	3,3	212.853,59

Værdi, høj, t.	**329.584,36**
Værdi, middel, t.	**183.451,23**
Værdi, lav, t.	**69.251,76**