

Prisfastsættelsen på aktiemarkedet

Værdiansættelse af virksomheder er ikke en eksakt videnskab. Dette har været særligt tydeligt i det seneste halvandet år, hvor den finansielle og økonomiske krise har øget volatiliteten i markedet og i markant grad har påvirket prisfastsættelsen. Udbud og efterspørgsel, herunder bankernes villighed til at yde lån til opkøb, har i perioder syntes at påvirke prisfastsættelsen af virksomheder mere end forventninger til virksomhedernes evne til at generere værdi fremadrettet.

Konjunkturer og finansielle kriser er faktorer, der skal tages højde for ved værdiansættelse af virksomheder. Det ændrer dog ikke ved vigtigheden af, at en værdiansættelse baseres på en konsistent anvendelse af teoretisk forankrede værdiansættelsesmetoder.

PricewaterhouseCoopers ("PwC") har de sidste 12 år gennemført årlige undersøgelser af metodemæssige valg omkring værdiansættelse i praksis. Formålet med undersøgelserne har været at skabe gennemsigtighed omkring værdiansættelsesmetoder samt tilbyde en løbende opdatering af det forventede afkastkrav på markedet.

Undersøgelsesnes deltagere er en række af de førende aktører på aktiemarkedet, herunder værdiansættelses- og corporate finance-afdelinger hos investeringsbanker, rådgivere samt institutionelle investorer. I den sidste undersøgelse fra 2009 besvarede 17 ud af 21 selskaber undersøgelsen (svarprocent på 81 %).

Denne artikel indeholder et sammendrag af undersøgelsesresultaterne fra perioden 2005 til 2010.

For resultater fra undersøgelser for 2004 henvises til vores tidligere opsamlingsartikel fra 2005.



Værdiansættelsesmetode

Der findes flere forskellige metoder til værdiansættelse. Den hyppigst anvendte model er discounted cash flow-modellen (DCF-modellen), hvor selskabets værdi beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme. Ofte suppleres DCF-modellen med en værdiansættelse via multipler (markedsmetoden), hvor værdien estimeres baseret på en sammenligning med priser, betalt ved faktiske transaktioner med lignende selskaber, eller ved analyse af priser som sammenlignelige børsnoterede selskaber handles til på børsen.

Den hyppigst anvendte model er discounted cash flow-modellen (DCF-modellen), hvor selskabets værdi beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme.

Resultaterne af PwC's undersøgelse viser, at respondenterne ved brug af DCF-modellen i ca. 50 % af tilfældene beregner værdien baseret på et enkelt scenarie for selskabets fremtidige performance. I ligeledes ca. halvdelen af tilfældene baseres værdiansættelsen på flere sandsynlighedsvægtede scenarier. Kun sjældent anvendes mere komplekse metoder som f.eks. beslutningstræer og realoptionsteori, f.eks. i forbindelse med værdiansættelse af opstarts-, biotek-, og it-selskaber.

Prisfastsættelse under den finansielle og økonomiske krise

Undersøgelsen viser, at der er udbredt konsensus om, at man ved værdiansættelser i det sidste halvandet år har skullet tage særlig højde for den aktuelle markedssituation.

De mest anvendte metoder til korrektion af værdiansættelsen er justering af de forventede fremtidige pengestrømme eller justering af afkastkravet. 65 % af respondenterne justerer de forventede fremtidige pengestrømme, og 90 % af disse respondenter justerer desuden afkastkravet ved anvendelse af et højere kredittillæg på gælden. De resterende respondenter justerer ejernes afkastkrav eller anvender en discount direkte på egenkapitalen. Respondenterne kommenterer, at deres prisfastsættelse generelt er påvirket af faktorer som lavere forventninger til pengestrømme, højere låneomkostninger samt øget illikviditet i markedet. Der er dog forskellige holdninger til, hvilke af de nævnte faktorer der bør korrigeres for i værdiansættelsen.

Beregning af afkastkrav

Der er i markedet udbredt konsensus om brugen af Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) til fastlæggelse af afkastkrav ved brug af DCF-modellen.

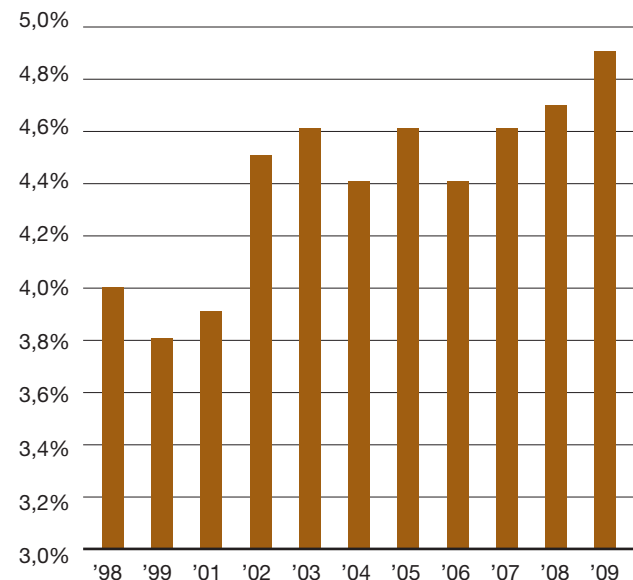
Ifølge CAPM er ejernes afkastkrav en funktion af den risikofrie rente, markedsrisikopræmien samt beta, idet:

$$\text{Ejernes afkastkrav} = \text{risikofri rente} + (\text{markedsrisikopræmie} \times \text{egenkapital beta}).$$

Markedsrisikopræmien (MRP) udtrykker det merafkast, en investor kræver for at investere i risikobehæftede aktiver frem for risikofrie aktiver.

I den seneste undersøgelse anvender respondenterne en MRP i intervallet 4,0 % til 7,2 %. Dog anvender 82 % af respondenterne en MRP mellem 4,0 % og 5,0 %. Den nuværende gennemsnitlige MRP er derfor på 4,9 %.

Vægtet gennemsnitlig markedsrisikopræmie



Som det fremgår af grafen, skete der tilbage i 2002 et skift i niveau for MRP fra ca. 4,0 % til 4,5 %. I de efterfølgende godt syv år har MRP'en været rimelig konstant omkring et niveau på 4,5 %. Hvorvidt sidste års stigning er et udtryk for et nyt niveauskift eller blot et enkelt års afvigelse er endnu uvist.

Der er blandt respondenterne varierende holdninger til, hvorvidt MRP er af fundamental karakter, eller om den påvirkes af midlertidige udsving på aktiemarkedet. Grundlæggende er der tre forskellige opfattelser:

- at MRP er en konstant faktor
- at MRP skal øges for at afspejle den øgede usikkerhed i markedet
- at MRP varierer konstant og beregnes implicit ud fra den nuværende prisfastsættelse i markedet, f.eks. P/E.



Størstedelen af de adspurgte vurderer, at MRP'en er en konstant faktor, der ikke skal øges pga. den finansielle krise.

Virksomhedens "egenkapital beta" udtrykker virksomhedens driftsmæssige og finansielle risiko. Et selskab med en driftsmæssig og finansiell risiko på niveau med aktiemarkedet som helhed vil have en egenkapital beta på 1.

Et børsnoteret selskabs historiske egenkapital beta kan estimeres ved at måle korrelationen mellem udsving i den pågældende aktie og aktiemarkedet baseret på en regressionsanalyse. Ofte estimeres egenkapital beta for unoterede selskaber ved analyse af beta for en gruppe af sammenlignelige børsnoterede selskaber.

Estimatet er dog påvirket af en række metodemæssige valg omkring forklaringsgrad, tidshorisont og indeks.

90 % af respondenterne anvender eksterne kilder (f.eks. Bloomberg eller Reuters) til beregning af egenkapital beta. Disse suppleres med common sense-betragtninger, og om nødvendigt foretages i visse tilfælde egne beregninger.

Ved måling af korrelation er det relevant, hvor høj en forklaringsgrad (R^2) regressionsanalysen har, da analyser med for lav forklaringsgrad kan føre til fejlagtige konklusioner. Det er bemærkelsesværdigt, at 60 % af de adspurgte ikke stiller krav til forklaringsgraden (R^2), mens de resterende opererer med et minimumskrav til forklaringsgraden på henholdsvis 0,10 og 0,20.

Tidshorisonten, hvor egenkapital beta måles over, har desuden betydning for beregningen, da der bl.a. er en afvejning i relation til at opnå et tilstrækkeligt antal observationer under hensyntagen til eventuelle ændringer i selskabets risikoprofil over tid.

Ved estimering af egenkapital beta benytter 67 % af respondenterne en tidshorisont på tre til fem år, mens de resterende 33 % anvender en tidshorisont på et til to år. Valget af tidshorisont afhænger bl.a. af selskabets historiske udvikling, samt hvorvidt der er indtruffet begivenheder af ekstraordinær karakter. Tilsvarende baserer 67 % estimeringen af egenkapital beta på ugentlige observationer, mens resten benytter sig af månedlige observationer.

90 % af respondenterne anvender eksterne kilder (f.eks. Bloomberg eller Reuters) til beregning af egenkapital beta.

Teorien foreskriver, at beta estimeres i forhold til hele markedet for risikofyldte investeringer – såvel aktier som andre aktiver. I praksis anvendes udelukkende aktieinvesteringer, der normalt approksimeres ved et indeks. Såfremt det antages, at investoren er veldiversificeret, bør der anvendes et globalt indeks, mens et lokalt indeks vil være korrekt at anvende, såfremt der antages begrænset international diversificering.

Hovedparten af respondenterne beregner egenkapital beta i forhold til et lokalt indeks, en enkelt anvender semi-lokale indeks, mens to anvender et globalt indeks (MSCI World). Hovedparten forudsætter derfor implicit i prisfastsættelsen, at investorerne ikke er geografisk veldiversificerede.

Som input i ejernes afkastkrav indgår den gearede egenkapital beta. I forbindelse med fastlæggelsen

af denne er det ofte nødvendigt at gå fra den ugearede beta (beta for selskabet, hvis det var 100 % egenkapitalfinansieret) til den gearede egenkapital beta (beta for selskabet, når kapitalstrukturen består af gæld såvel som egenkapital).

Ved omregning fra ugearet til gearet egenkapital beta antager 80 % af respondenterne, at beta på gælden er lig nul. Dermed antages, at selskabet ved optagelse af gæld ikke overflytter risiko fra egenkapitalen til gælden. Dette er ikke teoretisk konsistent, men det er i praksis meget svært at vurdere, hvor stor en andel af kreditmarginen på gælden, der stammer fra risikooverførsel fra egenkapitalen kontra forventede konkursomkostninger.

Diskontering

Ved brugen af DCF-modellen diskonteres hver enkelt periodes forventede pengestrømme for at finde værdien på værdiansættelsestidspunktet. Godt halvdelen af respondenterne antager som standard, at pengestrømmene falder jævnt over året og anvender derfor "mid-year discounting", hvor første års pengestrømme diskonteres en halv periode. Ca. 25 % af respondenterne antager som standard, at pengestrømmene falder ultimo året, mens antagelsen for de resterende varierer fra gang til gang afhængig af den specifikke værdiansættelse.

Afrunding

Som ovenstående viser, er der til stadighed visse forskelle på værdiansættelsespraksis blandt markedsdeltagerne, ligesom der er en række områder, hvor markedsdeltagerne anvender metoder og tilgange, hvor praktisk anvendelighed vægtes højere end teoretisk konsistens.

Med PwC's årlige undersøgelse sættes der fokus på forskellige aspekter i forbindelse med værdiansættelse, og PwC prøver på den måde at skabe en ensartet tilgang til værdiansættelsen samt debat omkring, hvilke metoder der er teoretisk korrekte og samtidig praktisk anvendelige.

Der er en række områder, hvor markedsdeltagerne anvender metoder og tilgange, hvor praktisk anvendelighed vægtes højere end teoretisk konsistens.

Med PwC's årlige undersøgelse sættes der fokus på forskellige aspekter i forbindelse med værdiansættelse, og PwC prøver på den måde at skabe en ensartet tilgang til værdiansættelsen samt debat omkring, hvilke metoder der er teoretisk korrekte og samtidig praktisk anvendelige.

Kontaktpersoner

Anders C. Madsen, dir. tlf. 3945 3649, e-mail acm@pwc.dk
Mette Hartzberg, dir. tlf. 3945 3174, e-mail mhr@pwc.dk