



IFRS 16 og værdiansættelse af virksomheder

Juli 2019

IFRS 16 og værdiansættelse af virksomheder

Executive summary

IFRS 16 får stor betydning for virksomheder med mange lejeaftaler

Implementeringen af IFRS 16, som træder i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2019 eller senere, betyder, at der ikke længere skal skelnes mellem operationelle og finansielle leasingaftaler (hvor operationel leasing er det, man ofte vil betegne som en almindelig lejeaftale). Hidtil har man kun indregnet finansielle leasingaftaler i balancen, og de nye bestemmelser får derfor særlig stor betydning for selskaber med mange operationelle leasingaftaler, da både operationelle og finansielle leasingaftaler fremover skal indregnes i balancen.

Markedsværdien af en virksomheds egenkapital bør være upåvirket af implementeringen af IFRS 16, men i praksis vil der fremover være en række udfordringer forbundet med at sikre en konsistent værdiansættelse af selskaber, der har operationelle leasingaftaler.

Vi ser i det følgende på, hvordan de finansielle nøgletal påvirkes som følge af overgangen til IFRS 16, og hvordan standarden indvirker på værdiansættelse af virksomheder, når man bruger indkomstmotoden (DCF) og markedsmotoden (multipler).

Hvordan påvirker standarden værdiansættelse ved brug af DCF?

Ved implementering af IFRS 16 øges EBITDA, da selskabets leasingydelser ikke længere omkostningsføres. De samme leasingydelser indgår nu i stedet i opgørelsen af den nuværende nettorentebærende gæld (allerede indgåede leasingaftaler) og anlægsinvesteringer (capex) (leasingaftaler ikke indgået på værdiansættelsestidspunktet). Det betyder – alt andet lige – at man fremover vil komme frem til et større frit cash flow, når man værdiansætter.

Da de fremtidige frie cash flows diskonteres med et afkastkrav (WACC), der typisk vil være højere end den rente, man anvender til at kapitalisere leasingydelserne, vil effekten af den højere EBITDA alt andet lige være mindre end effekten af forøgelsen af den nettorentebærende gæld og capex, idet det alene er capex, som diskonteres med WACC.

WACC for et selskab med operationelle leasingforpligtelser vil dog skulle reduceres efter implementeringen af IFRS 16

for at afspejle en øget finansiell gearing og en reduktion i selskabets ugearede beta, som afspejler en lavere driftsmæssig risiko i selskabet (der sker en forskydning fra driftsmæssig til finansiell risiko).

Reduktionen i WACC øger nutidsværdien af de fremtidige frie cash flows og dermed også den beregnede værdi af egenkapitalen, og det betyder, at den beregnede egenkapitalværdi bliver uændret efter implementering af IFRS 16.

I praksis er der dog en række udfordringer med at sikre en uændret værdiansættelse. Udfordringerne relaterer sig til, hvorvidt konsekvenserne af IFRS 16 bliver rigtigt afspejlet både i den anvendte diskonteringsrente og i det anvendte cash flow-forecast; dette er særligt problematisk i tiden umiddelbart efter implementeringen af de nye bestemmelser, da man ikke uden videre kan anvende den historiske gearing og capex som udtryk for de fremtidige niveauer.

Hvordan påvirker standarden værdiansættelse med multipler?

Implementeringen af IFRS 16 har også konsekvenser for værdiansættelsen, når man bruger multipler. Som udgangspunkt vil de nye regler resultere i lavere EBITDA-multipler og højere EBIT-multipler. Man bør derfor ikke ukritisk anvende multipler for selskaber, som anvender anden regnskabspraksis, fx årsregnskabsloven eller US GAAP eller multipler fra før implementeringen af IFRS 16.

Der er næppe tvivl om, at implementeringen af IFRS 16 bliver en stor udfordring i forbindelse med værdiansættelse – i hvert fald i en overgangsperiode, indtil de historiske regnskabstal alle afspejler principperne i IFRS 16.

I nedenstående gennemgår vi de forskellige udfordringer og konsekvenserne af IFRS 16 i detaljer.

Baggrund

Den internationale standardsætter, IASB, udsendte den 13. januar 2016 den nye leasingstandard, IFRS 16.

Den nye standard lægger op til, at der ikke skal skelnes mellem operationelle og finansielle leasingaftaler, som IAS 17 gør i dag. Derved skal alle leasingaftaler – med nogle få praktiske undtagelser – indregnes i balancen. Den nye standard træder i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2019 eller senere, med mulighed for førtidsimplementering.

For selskaber, som benytter operationel leasing, vil implementeringen af IFRS 16 kunne få stor betydning for regnskab, herunder de finansielle nøgletal, såsom EBIT, EBITDA, indtjeningsmultipler, balancesum mv.

Markedsværdien af selskabets egenkapital bør imidlertid være uafhængig af implementeringen af IFRS 16, idet regnskabspraksis ikke har betydning for den underliggende værdiskabelse og risiko for aktionærerne. I praksis vil IFRS 16 imidlertid kunne påvirke værdiansættelsen af virksomheder, såfremt de anvendte forudsætninger – herunder afkastkrav og forecast – ikke på konsistent vis afspejler effekten af IFRS 16 på balancen og resultatopgørelsen på værdiansættelsestidspunktet. Denne artikel har til formål at redegøre for effekten på finansielle nøgletal ved overgangen til IFRS 16 samt for, hvordan standarden indvirker/kan indvirke på værdiansættelse af virksomheder ved brug af markedsmetoden og indkomstmetoden, herunder potentielle udfordringer og opmærksomhedspunkter.

Regnskabsmæssig indregning efter IFRS 16

For selskaber, som benytter operationel leasing, vil kravet om indregning af alle leasingaftaler i balancen betyde, at selskabets materielle anlægsaktiver og leasingforpligtelser vil stige. Den samlede balancesum bliver derfor større.

Det leasede aktiv måles ved første indregning i balancen til en værdi, svarende til leasingforpligtelsen tillagt eventuelle direkte omkostninger mv. Leasingforpligtelsen måles til nutidsværdien af leasingydelse, hvor tilbagediskonteringen af ydelserne foretages med den interne rente i leasingaftalen eller alternativt med virksomhedens lånerente, hvis den interne rente ikke kendes.

Påvirkning af finansielle nøgletal

Med henblik på at illustrere indvirkningen på udvalgte finansielle nøgletal ved implementering af IFRS 16 har vi opstillet en simpel balance og resultatopgørelse for et fiktivt selskab ("Leasing A/S"). Leasing A/S antages at have operationelle leasingomkostninger på DKK 100 mio. årligt, og årets resultat udgør DKK 62 mio. i seneste regnskabsår. Leasing A/S' samlede balancesum andrager DKK 1.200 mio. før IFRS 16-implementeringen (se tabel 1 nedenfor).

Efter implementeringen af IFRS 16 vil balancesummen stige, svarende til nutidsværdien af de operationelle leasingforpligtelser på DKK 433, baseret på en forudsætning om en femårig leasingperiode, en årlig ydelse på DKK 100 mio. og en intern rente på 5 %.¹

EBITDA vil stige med DKK 100 mio., svarende til størrelsen på de operationelle leasingomkostninger. På tilsvarende vis vil afskrivningerne forøges, idet selskabets materielle anlægsaktiver stiger med DKK 433 mio., svarende til nutidsværdien af leasingforpligtelsen. Aktiverne afskrives i dette eksempel lineært over fem år (løbetiden på leasingkontrakten), svarende til årlige afskrivninger på DKK 87 mio.

Endelig vil selskabets EBIT også stige – i dette eksempel med DKK 13 mio. – idet en del af leasingydelsen vil blive klassificeret som renteomkostninger under IFRS 16. Bemærk, at renteomkostningerne vil være faldende over leasingkontraktens løbetid, i takt med at gælden nedbringes. I indeværende eksempel udgør renteomkostninger således DKK 22 mio. i år 1, DKK 18 mio. i år 2 mv.

Illustrativt eksempel før og efter implementeringen af IFRS 16.²

Før IFRS 16			
Resultatopgørelse (MDKK)		Balance (MDKK)	
Omsætning	1.000	Aktiver	
Operationel leasing	(100)	Materielle anlægsaktiver	1.000
Andre variable og faste omkostninger	(700)	Varebeholdning	100
EBITDA	200	Tilgodehavender	50
Afskrivninger	(100)	Likvider	50
EBIT	100		
Renter	(20)	I alt	1.200
EBT	80		
		Passiver	
		Egenkapital	700
		Leverandørgæld	100
		Rentebærende gæld	400
		I alt	1.200

Efter IFRS 16			
Resultatopgørelse (MDKK)		Balance (MDKK)	
Omsætning	1.000	Aktiver	
Operationel leasing	-	Materielle anlægsaktiver	1.433
Andre variable og faste omkostninger	(700)	Varebeholdning	100
EBITDA	300	Tilgodehavender	50
Afskrivninger	(187)	Likvider	50
EBIT	113		
Renter	(42)	I alt	1.633
EBT	72		
		Passiver	
		Egenkapital	700
		Leverandørgæld	100
		Rentebærende gæld	833
		I alt	1.633

Bemærk: I eksemplet er ikke inkluderet de skattemæssige effekter (udskudt skat) på balancen ved overgangen til IFRS 16

Effekten på de finansielle nøgletal i indeværende eksempel er vist i nedestående tabel.

Eksempel på virkning af finansielle nøgletal ved implementering af IFRS 16.

	Før IFRS 16	Efter IFRS 16
Investeret kapital (EV)	1.050	1.483
EV/EBITDA	5,25	4,94
EV/EBIT	10,5	13,1
EBITDA-margin	20%	30%
Solditetsgrad	58%	43%

Som det fremgår af tabellen, vil implementeringen af IFRS 16 kunne få betydelig indvirkning på de finansielle nøgletal. Den absolutte indvirkning afhænger naturligvis af omfanget

¹ $\sum_{t=1}^n \frac{Ydelse_t}{(1+IRR)^t}$

² Resultatopgørelsen er principielt illustreret for år 1.

af operationel leasing for det enkelte selskab. Særligt selskaber inden for detailhandel har typisk mange lejeaftaler og er derfor meget påvirket heraf, men også inden for mange andre brancher – fx transport og flyindustrien – vil man se betydelige ændringer i de finansielle nøgletal. En markedsaktør vil desuden ikke blot skulle forholde sig til, om nøgletallene stiger eller falder (og hvor meget), men bør også være opmærksom på, at effekten for det enkelte selskab er forskellig, afhængig af leasingaftalernes gennemsnitlige restløbetid og vilkår.

Årsregnskabsloven og US GAAP

Årsregnskabsloven indeholder ingen specifikke bestemmelser om leasede aktiver. Der er dog ikke tvivl om, at man under årsregnskabsloven kan fortsætte med at benytte reglerne fra IAS 17, men det er nu muligt at tilvælge IFRS 16 som et alternativ i henhold til årsregnskabsloven.

Under FASB/US GAAP (ASC 842) skelnes fortsat mellem operationel og finansiell leasing. Standarden foreskriver, at begge leasingtyper skal indregnes som et aktiv og en forpligtelse på balancen. Ved finansiell leasing vil rentebetalingerne på leasingforpligtigelsen blive indregnet særskilt i resultatopgørelsen og dermed være separeret fra afskrivningerne. Ved operationel leasing indregnes en samlet leasingomkostning, der reducerer EBITDA, og som typisk fastsættes som en lineær betaling over kontraktens løbetid.

Værdiansættelse efter implementering af IFRS 16

Som anført ovenfor bør markedsværdien af egenkapitalen ikke blive påvirket af implementeringen af IFRS 16, idet regnskabspraksis ikke har betydning for den underliggende værdiskabelse og risiko i selskabet – og dermed i sidste ende de pengestrømme, som forventes at tilfalde ejerne. I praksis vil implementeringen af IFRS 16 imidlertid kunne påvirke værdiansættelsen af aktier, hvorfor man bør tilpasse de anvendte værdiansættelsesprincipper med henblik på at minimere (fjerne) effekten af IFRS 16 under hensyntagen til den praktiske anvendelighed samt det tilgængelige informationsgrundlag.

Der findes en række metoder til værdiansættelse. I praksis anvendes primært to metoder til værdiansættelse af virksomheder på going concern-basis: henholdsvis indkomstmetoden og markedsmetoden. Nedenfor analyseres, hvordan værdiansættelse ved brug af indkomstmetoden (discounted cash flow-metoden) og markedsmetoden kan blive påvirket af implementeringen af IFRS 16.

Indkomstmetoden (discounted cash flow)

Ved hjælp af DCF-metoden beregnes nutidsværdien af de fremtidige frie pengestrømme (cash flows), som virksomheden forventes at generere fremover. Nutidsværdien af de fremtidige frie cash flows udtrykker værdien af virksomheden på gældsfri basis, også kaldet enterprise value (EV). Værdien af egenkapitalen bestemmes ved at tillægge markedsværdien af ikke-driftsmæssige aktiver (overskydende likvider) og fratrække markedsværdien af ikke-driftsmæssige forpligtigelser og rentebærende gæld, dvs. den nettorentebærende gæld (NIBD).

Som anført vil implementeringen af IFRS 16 indebære, at de fremtidige operationelle leasingforpligtigelser kapitaliseres og bogføres som rentebærende gæld. En højere rentebærende gæld vil – alt andet lige – reducere markedsværdien af egenkapitalen.

Implementeringen af IFRS 16 vil imidlertid også påvirke beregningen af de fremtidige frie cash flows, dvs. værdien på gældsfri basis. Værdien på gældsfri basis vil stige, men stigningen vil – teoretisk – modsvare stigningen i den rentebærende gæld, hvormed værdien af egenkapitalen vil være upåvirket af implementeringen af IFRS 16. Indvirkningen på EV er dog kompleks, idet værdipåvirkningen kan henføres til flere indbyrdes afhængige faktorer, og i praksis kan det være vanskeligt at sikre, at den beregnede værdi på gældsfri basis præcis modsvarer stigningen i den rentebærende gæld.

Nedenfor beskrives, hvordan implementeringen af IFRS 16 påvirker det frie cash flow og diskonteringsrenten (WACC).

1 Frie cash flows

De frie pengestrømme (FCF) opgøres som pengestrømme fra driften fratrasket investeringer i arbejdskapital (NWC) og anlægskapital (capex).

Efter implementeringen af IFRS 16 vil leasingydelseerne ikke længere skulle indregnes i EBITDA, men vil derimod indregnes som renter og afdrag på leasingforpligtigelser. Renter og afdrag indgår ikke i FCF, hvorfor de fremtidige FCF – alt andet lige – vil øges i den tilbageværende leasingperiode.

Allerede indgåede leasingaftaler bliver således afspejlet i den nettorentebærende gæld og ikke i de fremtidige FCF. Hvorvidt nutidsværdien af de højere FCF modsvarer den kapitaliserede leasingforpligtigelse, afhænger af forholdet mellem virksomhedens WACC og diskonteringsrenten anvendt i leasingforpligtigelsen. Typisk vil virksomhedens WACC dog være højere end den i leasingforpligtigelsen anvendte diskonteringsrente, hvormed nutidsværdien af de højere FCF vil være lavere end de kapitaliserede leasingforpligtigelser.

Fremtidige leasingaftaler (dvs. leasingaftaler, som **ikke** er indgået³ på værdiansættelsestidspunktet) vil derimod skulle budgetteres som en del af capex i de fremtidige FCF. Investeringer relateret til fremtidige leasingaftaler vil – alt andet lige – være lavere end leasingydelseerne, idet leasingydelseerne også indeholder finansiering i form af renteomkostninger. I det omfang der forventes indgåelse af nye operationelle leasingaftaler, vil FCF blive permanent højere ved implementeringen af IFRS 16, svarende til renteomkostningernes andel af leasingydelsen. Det bør dog samtidig bemærkes, at der ligeledes sker en "fremrykning" af den beregnede cash flow-effekt af leasingbetalingerne (capex), da nutidsværdien af leasingforpligtigelsen indregnes som en betaling på tidspunktet, hvor brugsretten overføres, dvs. tidspunktet for overdragelse af leasingaktivet.

Samlet set vil implementeringen af IFRS 16 derfor medføre et højere budgetteret fremtidigt FCF – både som følge af at FCF ikke medtager omkostninger til allerede indgåede leasingaftaler, og som følge af at renteomkostningerne på fremtidige leasingaftaler ikke medtages. Det skal dog ses i sammenhæng med ovennævnte "fremrykning" af leasingomkostningen.

³ Leasingaktivet og forpligtelsen indregnes i balancen fra det tidspunkt, hvor brugsretten til leasingaktivet overføres, og ikke på tidspunktet for indgåelsen af leasingaftalen. Derfor er "fremtidige leasingaftaler" reelt leasingaftaler, hvor brugsretten endnu ikke er overført, uanset om aftalen er indgået eller ej. I resten af artiklen skelnes der ikke mellem tidspunktet for indgåelsen af leasingaftalen og tidspunktet for overførslen af brugsretten.

Betydning af diskonteringsrente

Ved implementering af IFRS 16 øges EBITDA, da selskabets leasingydelser ikke længere fratrækkes. De samme leasingydelser indgår nu i stedet i opgørelsen af den nuværende nettorentebærende gæld (allerede indgåede leasingaftaler) og capex (leasingaftaler ikke indgået på værdiansættelsestidspunktet). Såfremt der blev anvendt samme diskonteringsrente til tilbagediskontering af FCF som til beregning af leasingforpligtelserne, ville den positive ændring i nutidsværdi af FCF som følge af stigningen i EBITDA præcist svare til ændringen i nutidsværdi af FCF som følge af stigningen i capex, tillagt ændringen i den nettorentebærende gæld. Dermed ville egenkapitalværdien være uændret. Da FCF diskonteres med WACC, der typisk er højere end den marginale lånerente/IRR anvendt til at diskontere leasingydelserne, vil effekten af den højere EBITDA alt andet lige være lavere end effekten af forøgelsen af capex og nettorentebærende gæld.

Budgettering af capex

Vi ser ofte, at budgettering af capex til brug for værdiansættelse tager udgangspunkt i selskabets (historiske) afskrivninger. Dvs. at der forudsættes et nogenlunde konstant kapitalapparat. Ved implementering af IFRS 16 skal man naturligvis være opmærksom på, at capex (og afskrivninger) fremadrettet vil øges, som følge af at leasingydelserne ikke fratrækkes i EBITDA, men i stedet kapitaliseres. Derfor bør fremtidig capex ikke bestemmes på baggrund af de historiske afskrivninger.

Det er dog i den forbindelse ligeledes væsentligt at være opmærksom på, at capex i det enkelte år afspejler en kapitalisering af leasingydelser på de i året indgåede leasingaftaler, mens kapitaliseringen af leasingydelserne på de tidligere indgåede leasingaftaler er reflekteret i leasingforpligtelsen, der indgår som en del af den nettorentebærende gæld. Såfremt selskabet løbende indgår nye leasingaftaler, vil capex (efter implementeringen) være stabil fra år til år og afspejle afskrivningerne. Såfremt selskabet har færre større leasingaftaler, bør man være opmærksom på, at capex kun afspejler en kapitalisering af leasingydelser på de i året indgåede leasingaftaler, hvorfor der kan være år, hvor der ikke skal indregnes capex, selvom selskabet afholder omkostninger til leasingydelser, fordi kapitaliseringen af disse leasingydelser allerede er afspejlet i den nettorentebærende gæld.

Denne problematik er imidlertid allerede gældende i dag i forhold til håndtering af finansiel leasing og/eller virksomheder, som har fremrykket investeringer på værdiansættelsestidspunktet. Implementeringen af IFRS 16 vil dog i endnu højere grad stille krav til, at værdiansættelse på korrekt vis afspejler selskabets aktivbase og (leasing-)forpligtelser på værdiansættelsestidspunktet.

Bemærk desuden, at FCF efter implementeringen i mindre grad end før vil afspejle de faktiske pengestrømme i det enkelte år. Betaling af leasingydelserne udgør et cash outflow og sikrer konsistens mellem FCF og de faktiske pengestrømme før implementering. Efter implementering er dette ikke længere tilfældet, da FCF ikke påvirkes af leasingydelserne, men i stedet påvirkes af capex, som er en kapitalisering af de fremtidige leasingydelser for de i året indgåede leasingaftaler.

2 WACC

Det vægtede gennemsnitlige afkastkrav (WACC) består af afkastkravet til egenkapitalen og fremmedkapitalen, vægtet med deres respektive kapitalandele.

Implementeringen af IFRS 16 indebærer en højere gearing for selskaber med operationel leasing, idet selskabets gæld stiger med de indgåede leasingaftaler. EV vil med en uændret egenkapitalværdi stige med et tilsvarende beløb. Indvirkningen på gearingen afhænger dermed også af kapitalstrukturen før IFRS 16-implementeringen, idet effekten (i %) vil være størst for selskaber med en relativ lav gearing. Det bemærkes, at kapitalstrukturen opgøres på baggrund af markedsværdien af gæld og egenkapital og ikke på baggrund af de bogførte værdier.

Afkastkrav til egenkapitalen

Afkastkravet til egenkapitalen fastsættes ofte ud fra CAPM, som antager, at egenkapitalomkostningerne er lig med afkastet på risikofrie værdipapirer plus markedsrisikopræmien (MRP), korigeret for selskabets systematiske risiko (beta). For børsnoterede selskaber kan den gearede beta for det enkelte selskab estimeres direkte ved en regressionsanalyse. Således udtrykker den gearede beta kovariansen mellem afkastet på egenkapitalen (aktien) og afkastet på markedsporteføljen. Idet implementeringen af IFRS 16 ikke har betydning for den underliggende risiko og værdiskabelse – og i sidste ende de forventede fremtidige udbytter til aktionærerne – vil den gearede beta ikke ændres ved implementeringen af IFRS 16, hvorfor afkastkravet til egenkapitalen (Re) vil være uændret.

Idet den gearede beta vil være uændret, mens gearingen bliver højere som følge af, at leasingforpligtelsen indgår i den nettorentebærende gæld, vil den ugearede beta blive lavere ved implementeringen af IFRS 16. Den ugearede beta udtrykker virksomhedens driftsmæssige risiko, dvs. risikoen ved 100 % egenkapitalfinansiering og dermed ingen finansiel risiko (gearing). Med en uændret gearet beta modsvars reduktionen i den driftsmæssige risiko (ugearet beta) én til én af en højere finansiel risiko. På den måde sker der en forskydning fra driftsmæssig til finansiel risiko ved implementeringen af IFRS 16.

Afkastkrav til fremmedkapitalen

Ved fastsættelsen af afkastkravet til fremmedkapitalen er målet at nå frem til et samlet skøn over den gennemsnitlige fremmedkapitalfinansiering for selskabet, såfremt der var

refinansiering af al gæld på værdiansættelsestidspunktet, og gældsandelen er konsistent med antagelsen om den fremtidige kapitalstruktur. Hvorvidt afkastkravet til fremmedkapital ændres ved implementering af IFRS 16, afhænger af forholdet mellem selskabets gennemsnitlige lånerente på al gæld, bortset fra gæld relateret til operationel leasing, og diskonteringsrenten/den interne rente anvendt til kapitaliseringen af de operationelle leasingforpligtigelser.

Afkastkravet til fremmedkapitalen kan bl.a. fastsættes på baggrund af observerede kreditspænd for børsnoterede obligationer med en kreditvurdering, der vurderes sammenlignelig med risikoen i selskabets fremmedkapitalfinansiering. Implementeringen af IFRS 16 bør – ud fra en økonomisk betragtning – ikke ændre ved kreditvurderingen af udstedte obligationer, selvom den regnskabsmæssige gearing vil være højere. I praksis vil implementeringen af IFRS 16 derfor næppe få en væsentlig betydning for det estimerede afkastkrav til fremmedkapitalen.

Samlet påvirkning af WACC

Samlet set forventes implementeringen af IFRS 16 derfor at reducere det vægtede afkastkrav (WACC). Dette er en konsekvens af ændringen i kapitalstrukturen (øget finansiell gearing) sammenholdt med et uændret afkastkrav til egenkapitalen og fremmedkapitalen. Dermed finansieres en større del af virksomhedens aktiviteter med den "billigere" fremmedkapital.

I nedenstående er vist et eksempel på en beregning af WACC før og efter implementeringen af IFRS 16 for et fiktivt selskab. I opgørelsen af WACC er det estimeret, hvilken implicit ændring af gearingen stigningen i den nettorentebærende gæld fører til som følge af kapitaliseringen af indgåede operationelle leasingforpligtigelser på værdiansættelsestidspunktet. Da afkastkravet til egenkapitalen ikke ændres som følge af den øgede gearing, ses en reduktion af den samlede WACC.

Før-IFRS 16 WACC		Efter-IFRS 16 WACC	
Risikofri rente	2,0%	Risikofri rente	2,0%
Markedsrisikopræmie	6,0%	Markedsrisikopræmie	6,0%
Ugearet beta (β_u)	0,8	Ugearet beta (β_u)	0,5
Gæld/Egenkapital	1,0	Gæld/Egenkapital	2,2
Gearet beta (β_g)	1,6	Gearet beta (β_g)	1,6
Afkastkrav til egenkapitalen (K_E)	11,6%	Afkastkrav til egenkapitalen (K_E)	11,6%
Risikofri rente	2,0%	Risikofri rente	2,0%
Gældspræmie	3,0%	Gældspræmie	3,0%
Afkastkrav til fremmedkapitalen før skat	5,0%	Afkastkrav til fremmedkapitalen før skat	5,0%
Marginal skattesats	22,0%	Marginal skattesats	22,0%
Afkastkrav til fremmedkapitalen	3,9%	Afkastkrav til fremmedkapitalen	3,9%
Gæld/Totalkapital	50,0%	Gæld/Totalkapital	68,8%
Egenkapital/Totalkapital	50,0%	Egenkapital/Totalkapital	31,2%
Vægtet gennemsnitligt afkastkrav (WACC)	7,8%	Vægtet gennemsnitligt afkastkrav (WACC)	6,3%

Praktiske problemstillinger ved opgørelse af beta

For unoterede selskaber vil WACC typisk fastlægges på baggrund af en analyse af beta for sammenlignelige selskaber. Som nævnt kan den gearede beta for børsnoterede selskaber estimeres ved hjælp af en regressionsanalyse. For at kunne sammenligne beta for selskaber med forskellige kapitalstrukturer, omregnes den gearede beta til en ugearet (aktiv) beta, baseret på det enkelte selskabs kapitalstruktur.

Gearingen for de enkelte peer-gruppeselskaber fastsættes som den gennemsnitlige gearing over en analyseperiode (typisk to eller fem år). Det betyder, at medmindre der foretages en retrospektiv indregning af operationel leasing i balancen, vil der være en overgangperiode (potentielt op til fem år), hvor den estimerede gearing for det enkelte selskab kun delvist vil afspejle IFRS 16-implementeringen.

Tilsvarende er der mange, der anvender en "target"-kapitalstruktur, baseret på en historisk peer-gruppeanalyse ved fastlæggelse af WACC for det unoterede selskab, som skal værdiansættes. Her er samme problemstilling, idet den historiske kapitalstruktur ikke afspejler kapitaliseringen af leasingforpligtelsen.

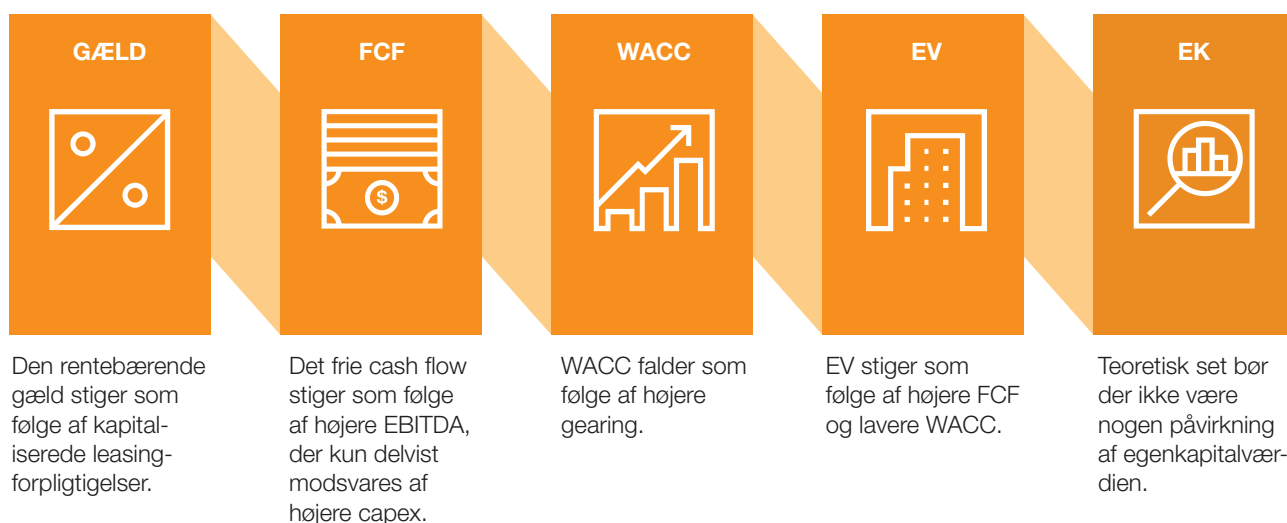
På den måde vil der potentielt være en difference mellem balancen, som på værdiansættelsesdagen fuldt ud vil afspejle implementeringen, og selskabets estimerede "target"-kapitalstruktur, baseret på en historisk peer-gruppeanalyse.

Det bør overvejes, om (og i givet fald hvordan) dette forhold skal afstedkomme en ændret praksis til estimeringen af kapitalstrukturen til brug for beregning af den ugearede beta og WACC.

Opsummering

Implementeringen af IFRS 16 indebærer, at værdien på gældsfri basis vil stige for selskaber med operationel leasing. Stigningen kan både henføres til højere fremtidige frie cash flows og til et lavere afkastkrav. Stigningen i værdien på gældsfri basis vil – teoretisk set – modsvares af stigningen i den nettorentebærende gæld som følge af kapitaliseringen af indgåede operationelle leasingforpligtigelser på værdiansættelsestidspunktet. Værdien af egenkapitalen **bør** derfor ikke blive påvirket af IFRS 16-implementeringen. I praksis kan det dog være vanskeligt at sikre, at den beregnede værdi på gældsfri basis præcist modsvarer stigningen i den rentebærende gæld. Udfordringerne relaterer sig både til, hvorvidt konsekvenserne af IFRS 16 på konsistent vis bliver afspejlet i den anvendte diskonteringsrente, og hvorvidt det sker i det anvendte budget/forecast. Særligt vil der være udfordringer med en korrekt værdiansættelse i tiden efter selve implementeringen, da man ikke (uden korrektioner) kan anvende historiske niveauer for fx gearing og capex som proxy for niveauerne fremadrettet.

Discounted cash flows og IFRS 16



Markedsmetoden (handels- og transaktionsmultipler)

Der findes to metoder til værdiansættelse efter markedsmetoden:

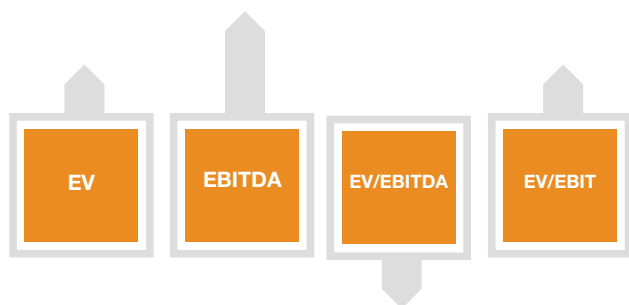
1. Analyse af sammenlignelige børsnoterede virksomheder (handelsmultipler)
2. Analyse af gennemførte transaktioner med lignende virksomheder (transaktionsmultipler).

Nedenfor beskrives hvordan implementeringen af IFRS 16 vil påvirke værdiansættelsen ved brug af markedsmetoden, herunder udfordringer og anvendelighed.

1. Handelsmultipler

Som anført vil selskaber med operationel leasing få højere EV, EBITDA og EBIT ved implementering af IFRS 16. De fleste selskaber vil handles til en lavere EV/EBITDA-multipel efter implementeringen af IFRS 16, idet forbedringen i EBITDA mere end opvejer den højere EV som følge af kapitaliseringen af leasingforpligtelserne. Omvendt vil selskaber handles til højere EV/EBIT-multipel, idet EBIT alene forbedres med rentekostningernes andel af leasingydelse.

Påvirkningen på EV, EBITDA, EV/EBITDA og EV/EBIT



Selskabets nye EV/EBITDA-multipel (efter implementering af IFRS 16) afhænger af multiplen før implementering af IFRS 16 samt forholdet mellem nutidsværdien af leasingforpligtelserne og størrelsen på de nuværende leasingomkostninger, fx seneste 12 måneders omkostninger, dvs. selskabets "operationelle leasingmultipel". Såfremt selskabets operationelle leasingmultipel er lavere (højere) end selskabets samlede multipel før implementering af IFRS 16, vil den nye EV/EBITDA-multipel blive lavere (højere). Det vil typisk alene være selskaber med langvarige operationelle leasingkontrakter, hvor den operationelle leasingmultipel er højere end selskabets multipel før implementeringen af IFRS 16.

Eksempel på beregning af "operationel leasingmultipel"

Et selskab har en marginal lånerente på 5 %. Selskabet har indgået en toårig leasingaftale, hvor de årligt betaler 1,0 mio. kr.

Selskabets "operationelle leasingmultipel" kan beregnes til 1,85x, da leasingforpligtelsen kan opgøres til 1,85 mio. kr. relativt til en årlig leasingomkostning på 1,0 mio. kr.

Såfremt selskabet havde indgået en 20-årig leasingaftale, havde leasingforpligtelsen kunnet opgøres til 12,46 mio. kr., og selskabets "operationelle leasingmultipel" ville således være 12,46x.

At EV/EBITDA-multiplen reduceres ved implementeringen af IFRS 16, giver som udgangspunkt ingen udfordringer i forhold til værdiansættelse af aktier ved brug af EBITDA-multipel. Faktisk vil IFRS 16 medvirke til større sammenlignelighed mellem EBITDA for selskaber (som anvender IFRS), da der ikke længere vil være forskel på EBITDA, når der anvendes operationel leasing eller finansiell leasing, eller når aktivet købes. På tilsvarende vis vil selskabernes kapitalstruktur også blive mere sammenlignelig. Det vil i væsentligt omfang reducere potentielle fejlkilder ved analyse af sammenlignelige børsnoterede virksomheder, idet det ikke længere vil få betydning for værdiansættelsen, om én eller flere af de sammenlignelige selskaber (peer-gruppen) har en finansieringsstruktur, som adskiller sig fra selskabet, som værdiansættes, fx ved i højere grad at anvende operationel leasing frem for at eje.

På tilsvarende vis vil implementeringen af IFRS 16 medvirke til mere robuste estimater ved anvendelse af EV/EBIT-multipel. Før implementeringen af IFRS 16 vil anvendelsen af en EV/EBIT-multipel overvurdere værdien af egenkapitalen i target-selskabet, såfremt peers anvender finansiell leasing og/eller køber aktiverne, mens target anvender operationel leasing, idet peers – alt andet lige – vil have en større NIBD, svarende til de kapitaliserede leasingforpligtelser, mens EBIT-marginen under antagelse om samme rentabilitet vil være nogenlunde ens.⁴

Det betyder imidlertid ikke, at brugen af handelsmultipler ikke fortsat kan give et biased estimat for værdien af target-selskabet. Hvis peers har langvarige leasingforpligtelser – og dermed en relativt høj NIBD og EV – mens target har kortvarige leasingforpligtelser – og dermed en relativt lav NIBD – vil man som udgangspunkt komme til at overvurdere værdien af target ved brugen af EV/EBITDA- eller EV/EBIT-multipel. Den gennemsnitlige restlevetid af leasingkontrakterne (både operationelle og finansielle) bør derfor være sammenlignelig ved anvendelse af multipler som værdiansættelsesmetode og afspejle den typiske gennemsnitlige finansieringsperiode for aktivet.

Såfremt et selskab løbende værdiansættes ved brug af en prædefineret multipel, fx til brug for et incitamentsprogram, bør det overvejes, om den anvendte multipel fortsat er retvisende efter implementeringen af IFRS 16. På tilsvarende vis kan der være behov for en justering af selskabets "target"-KPI'er, idet nøgletal som ROIC, ROCE, indtjeningsmarginer mv. alle kan påvirkes af implementeringen, jf. ovenfor.

Derudover kan timingen for indgåelse af leasingkontrakter også have betydning for værdiansættelsen af egenkapitalen, idet værdien af egenkapitalen med en uændret indtjening og multipel reduceres ved indgåelse af en leasingkontrakt. Denne problematik er dog også gældende ved finansiell leasing og/eller køb af aktivet.

Endelig bemærkes det, at anvendelsen af peers, som ikke aflægger regnskab efter IFRS, men derimod fx årsregnskabsloven eller US GAAP, vil kunne give forkerte værdiestimater, idet finansiell leasing behandles forskelligt på tværs af de forskellige regnskabsstandarde, jf. beskrivelsen ovenfor.

Særligt for selskaber, der anvender US GAAP, bør man være opmærksom på, at EV efter implementeringen af ASC 842 (ækvivalent til IFRS 16) forøges som følge af indreg-

⁴ I praksis vil EBIT være lavere for selskaber med operationel leasing, idet leasingomkostningerne indeholder rentebetalinger, som vil være indeholdt "under" EBIT ved finansiell leasing og/eller køb af aktivet.

ning af aktivet og forpligtelsen på balancen fra operationelle leasingaftaler. Da leasingomkostningen for operationelle leasingaftaler under US GAAP stadig indgår som en samlet leasingbetaling, der fratrækkes EBITDA, vil EV/EBITDA-multipler for selskaber, der følger US GAAP, forventes at stige og være højere end EV/EBITDA-multipler for selskaber, der følger IFRS 16.

Praktiske problemstillinger ved brugen af handelsmultipler efter implementering af IFRS 16

I praksis anvendes ofte multipler baseret på indtjeningen (EBITDA eller EBIT) for "last twelve months" (LTM) eller sidste kalenderår. Dette vil dog som udgangspunkt være forbundet med udfordringer i en periode efter implementeringen af IFRS 16, da man risikerer at sammenblende kvartalstal for kvartaler før og efter implementeringen.

Da den nye standard træder i kraft for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2019 eller senere, vil man ved brug af LTM-indtjeningstal for sammenlignelige selskaber risikere – selv mod slutningen af 2020 – at en del af indtjeningen er baseret på indtjeningstal fra før implementeringen. Man bør derfor ved brugen af handelsmultipler og LTM-nøgletal være meget påpasselig i resten af 2019 og 2020, så man ikke sammenblender kvartalstal, der er baseret på forskellige regnskabspraksis, og man vil i mange tilfælde være nødsaget til at foretage korrektioner til tallene for at sikre sammenlignelighed. Tilsvarende problematik gør sig gældende for multipler baseret på indtjeningen for hele året 2019.

2. Transaktionsmultipler

Ovenstående forhold for handelsmultipler er generelt også gældende for transaktionsmultipler.

Man bør dog være opmærksom på, at idet multiplerne ændres ved implementeringen af IFRS 16, giver det udfordringer i forhold til anvendelse af historiske transaktionsmultipler fra perioden før implementeringen ved værdiansættelse af et selskab efter implementeringen.

Anvendelse af EV/EBITDA-transaktionsmultipler fra perioden før implementeringen af IFRS 16 vil som udgangspunkt overvurdere værdien af egenkapitalen for selskaber med operationel leasing, særligt hvis leasingkontrakterne har en kort løbetid. Omvendt vil anvendelsen af EV/EBIT-transaktionsmultipler som udgangspunkt undervurdere værdien af egenkapitalen for selskaber med operationel leasing.

Brugen af transaktionsmultipler fra perioden før implementeringen forudsætter derfor, at der justeres for effekten ved

IFRS 16 ved at foretage en retrospektiv kapitalisering af operationelle leasingforpligtigelser forud for beregning af transaktionsmultiplen – eller alternativt ved at inkludere de årlige operationelle leasingomkostninger i indtjeningen (og se bort fra rentebærende gæld relateret til operationel leasing) for target-selskabet. Uagtet metoden vil det i praksis formentlig give visse udfordringer.

Opsummering

Implementeringen af IFRS 16 vil som udgangspunkt føre til lavere EV/EBITDA-multipler og højere EV/EBIT-multipler. Implementeringen af IFRS 16 vil samtidig bidrage til mere konsistente værdiestimer ved brug af multipler, såfremt peers og target anvender samme regnskabsstandard, og løbetiden på leasingkontrakterne er nogenlunde sammenlignelig/svarer til finansieringsperioden for aktiverne. Omvendt vil historiske transaktionsmultipler blive mindre anvendelige, og det vil i givet fald være nødvendigt med visse korrektioner, før disse med rimelig sikkerhed kan anvendes som værdiestimer.

Afrunding

Som det fremgår af ovenstående, vil implementeringen af IFRS 16 medføre en række ændringer i forhold til værdiansættelse ved hjælp af både indkomstmetoden (discounted cash flow-metoden) og markedsmetoden (multipler). Teoretisk set vil det dog ved begge metoder være muligt at foretage en konsistent værdiansættelse, der sikrer, at den beregnede værdi efter implementeringen af IFRS 16 ikke afviger fra den beregnede værdi før implementeringen.

I praksis er der dog en lang række opmærksomhedspunkter, særligt i forhold til brugen af discounted cash flow-metoden, ligesom der er visse udfordringer i en overgangsperiode efter implementeringen af IFRS 16.

Det er således ikke usandsynligt, at implementeringen af IFRS 16 i visse tilfælde i praksis kan få betydning for den beregnede værdi af det enkelte selskabs egenkapital. Vi har med denne artikel forsøgt at italesætte nogle af de forhold, som vi forventer kan give udfordringer og føre til en fejlagtig værdiansættelse, og vi håber dermed at kunne bidrage til at reducere usikkerheden i relation til betydningen af IFRS 16 og sikre konsistente værdiansættelser fremadrettet.

IFRS 16 og værdiansættelse af virksomheder

Kontaktpersoner



Anders C. Madsen

Partner, Valuation &
Modelling, PwC Denmark

T: 3945 3649
E: anders.c.madsen@pwc.com



Mette Hartzberg

Director, Valuation &
Modelling, PwC Denmark

T: 3945 3174
E: mette.hartzberg@pwc.com



Jesper Engbjerg

Manager, Valuation &
Modelling, PwC Denmark

T: 3945 9708
E: jesper.engbjerg@pwc.com