



Værdiansættelse af virksomheder

– Sådan fastlægges afkastkravet i praksis



Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis

Værdiansættelse af virksomheder er ikke en eksakt videnskab. Det har været særligt tydeligt i forbindelse med udbruddet af COVID-19, hvor aktiemarkederne som konsekvens heraf styrteddykkede i årets første kvartal. Siden slutningen af marts 2020 har markederne været på vej op igen, og de danske C25 selskaber handles p.t. på et niveau, der er højere end ved udgangen af 2019. Det er ikke første gang, at markedet har været påvirket af særlige forhold. Inden COVID-19-udbruddet var der særligt fokus på det historisk lave renteniveau, og forinden var det den økonomiske situation, som fulgte af finanskrisen, der medførte usikkerhed, og som skabte udfordringer i forbindelse med udarbejdelse af værdiansættelser i praksis. Konjunkturer og økonomiske kriser er faktorer, der skal tages højde for ved værdiansættelse af virksomheder, men det ændrer dog ikke ved vigtigheden af, at en værdiansættelse baseres på en konsistent anvendelse af teoretisk forankrede værdiansættelsesprincipper.

PwC har de sidste 22 år gennemført årlige undersøgelser af forskellige metodemæssige valg omkring værdiansættelse i praksis. Formålet med undersøgelserne har været at skabe gennemsigtighed omkring værdiansættelsesmetoder samt tilbyde en løbende opda-

tering af det forventede afkastkrav på markedet.

Undersøgelsernes deltagere er en række af de førende aktører på aktiemarkedet, herunder værdiansættelses- og corporate finance-afdelinger hos investeringsbanker og de største revisionshuse, equity research-afdelinger og private equity-huse. I den seneste undersøgelse fra 2020 var der 22 respondenter.

Denne artikel indeholder et sammendrag af undersøgelsesresultaterne fra perioden 2016 til 2020 og er derfor ikke et udtryk for PwC's holdninger eller anbefalinger til fastlæggelse af afkastkravet. COVID-19-udbruddet har p.t. en markant påvirkning på aktiemarkedet og markedet for virksomhedshandler. Artiklen indeholder besvarelser fra juni 2020, der bl.a. indikerer, hvordan deltagerne håndterer dette. Desuden indeholder artiklen besvarelser vedrørende håndteringen af IFRS 16, der har skabt en række udfordringer i forbindelse med værdiansættelse af selskaber, som har operationelle leasingaftaler. For resultater fra undersøgelser før 2016 henvises til vores tidligere opsamlingsartikel. Artiklen kan findes her: <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

“

I de senere år, hvor der har været en tendens til faldende renteniveauer (også for de meget lange renter), ses det, at flere af respondenterne er begyndt at anvende en normaliseret rente ved fastlæggelse af afkastkravet.

Beregning af afkastkrav

Der findes flere forskellige metoder til værdiansættelse. Den hyppigst anvendte metode er discounted cash flow-modellen (DCF-modellen), hvor selskabets værdi beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme.

Et centralt element i DCF-modellen er fastlæggelse af afkastkravet, der anvendes til diskontering af de fremtidige pengestrømme. Der er i markedet udbredt konsensus om brugen af Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) til fastlæggelse af afkastkrav.

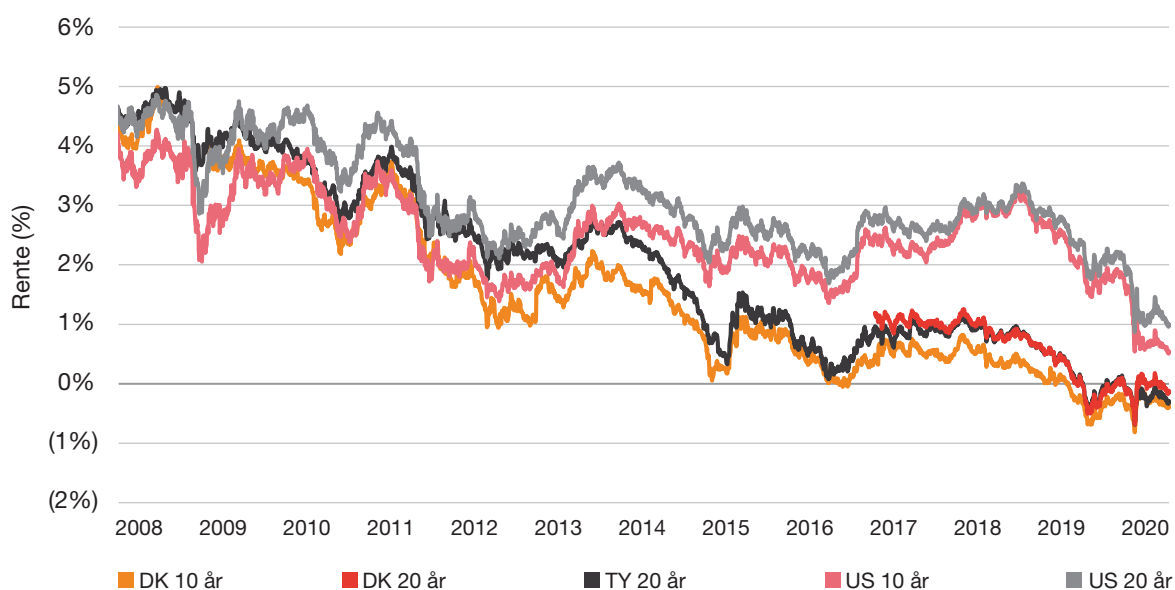
Ifølge CAPM er ejernes afkastkrav en funktion af den risikofrie rente, markedsrisikopræmien samt beta, idet:

Ejernes afkastkrav = risikofri rente + (markedsrisikopræmie x egenkapital beta).

Risikofri rente

Tidligere har det blandt undersøgelsens deltagere været normen at anvende renten på en 10-årig statsobligation som et udtryk for den risikofri rente. I andre lande, fx USA og Tyskland, ses det, at markedsdeltagere i højere grad anvender renten på statsobligationer med længere løbetid end 10 år (typisk 20 år). Brugen af renten på en lang statsobligation afspejler et ønske om at matche varigheden på pengestrømmene i værdiansættelsen med varigheden på obligationen. I forbindelse med at renteniveauet er faldet, ses det, at en del af respondenterne er begyndt at benytte obligationer med en løbetid på mellem 15 og 30 år. Når der i en dansk kontekst ikke i højere grad anvendes en obligation med længere løbetid end 10 år, kan det bl.a. hænge sammen med, at vi i Danmark ikke udsteder 20-årige statsobligationer. Der sker dog p.t. udstedelser i en obligationsserie, der oprindeligt var 30-årige obligationer, men som p.t. har en løbetid på 19,3 år. Det er derfor p.t. muligt i en dansk kontekst at anvende renten på en obligation med lang varighed.

Oversigt over risikofrie renter 31.12.2007 - 31.07.2020



Kilde: Bloomberg Financial Markets, S&P Capital IQ



Som det fremgår af ovenstående graf, var den danske 10-årige rente faldet til under nul i løbet af 2019, tæt efterfulgt af den danske og tyske 20-årige rente. Forskellen mellem den 10-årige og 20-årige danske rente er indsnævret kraftigt, hvorfor valget mellem de to renter i dag vil have marginal betydning for afkastkravets størrelse.

Mens de europæiske renter er faldet forholdsvis meget siden 2007, var den amerikanske 10- og 20-årige rente frem til COVID-19-udbruddet i marts 2020 faldet knap så meget i perioden og lå ultimo 2019 i intervallet 1,5-2,5 %.

Både de europæiske og amerikanske renter har ændret sig som følge af de økonomiske konsekvenser af COVID-19. De amerikanske renter er faldet forholdsvis meget, mens de danske og europæiske renter er steget. De danske og europæiske renter er dog fortsat negative og lavere end den amerikanske rente.

I de senere år, hvor der har været en tendens til faldende renteniveauer (også for de meget lange renter), ses det, at flere af respondenterne er begyndt at anvende en normaliseret rente ved fastlæggelse af afkastkravet. I 2020-undersøgelsen var der således 7 ud af 22 respondenter, der anførte, at de anvendte en normaliseret rente. Fire af disse normaliserer den risikofrie rente på baggrund af historiske observationer

og/eller forventninger til fremtidig vækst og inflation.

Et argument for anvendelsen af en normaliseret rente kan være at skabe konsistens med antagelserne, der bliver anvendt omkring vækst i residualperioden i en DCF-beregning, samt renteforudsætningerne i en uendelighedsbetragtning. Således anvender mange markedsaktører en antagelse om en inflationær vækst i residualperioden på 1,5-2 %, hvilket med det nuværende renteniveau indikerer en negativ realrente.

Vi har i de sidste fire år spurgt ind til respondenternes vurdering af et langsigtet normaliseret niveau for den danske risikofrie rente. I 2017 og 2018 var det gennemsnitlige svar 2,7 %, mens det gennemsnitlige vurderede normaliseringsniveau i 2019 var faldet til 2,2 %. I 2020-undersøgelsen steg det gennemsnitlige svar igen til 2,3 %, mens medianen har været 2,0 % i både 2019 og 2020. Tendensen til en faldende vurdering af det langsigtede normaliserede renteniveau er således p.t. stabiliseret omkring de 2,0-2,5 %.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien (MRP) defineres som merafkastet på en markedsportefølje af aktier



Før COVID-19 var renteniveauet i Europa væsentligt lavere end renteniveauet i USA. Det betød implicit, at ved anvendelse af samme MRP for hhv. Europa og USA, ville afkastkravet i USA pr. definition være højere end i Europa.

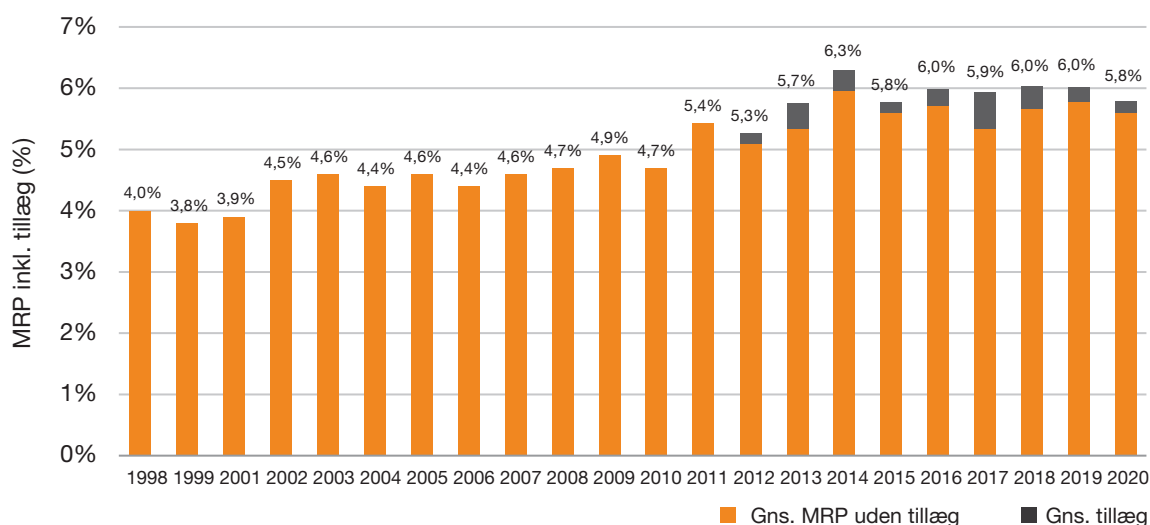
i forhold til den risikofri rente. Dette merafkast kompenserer investor for den yderligere risiko, der følger af investering i aktier frem for risikofrie værdipapirer.

Størrelsen af den anvendte markedsrisikopræmie har været et centralt element i vores årlige undersøgelser. I den seneste undersøgelse fra 2020 anvender respondenterne en MRP i intervallet 2,5 % til 7,5 %. Spredningen i MRP'en kan være udtryk for, at nogle respondenter justerer for de aktuelle markedsforhold direkte i MRP'en, mens andre foretager andre justeringer i beregningen af det vægtede afkastkrav. Fire af respondenterne svarede desuden, at de grundet COVID-19 anvender et eksplicit tillæg til MRP. Den nuværende gennemsnitlige MRP er 5,6 % uden tillæg og 5,8 % inklusive tillæg. Det svarer til et fald på 0,2 % siden 2019-undersøgelsen, hvor den gennemsnitlige MRP var 5,8 % uden tillæg og 6,0 % inklusive tillæg.

Som det fremgår af ovenstående graf, skete der tilbage i 2002 et skift i niveauet for MRP fra ca. 4,0 % til 4,5 %. I de efterfølgende godt ni år var MRP'en rimelig konstant omkring et niveau på 4,5 %. I 2011 steg den anvendte MRP til et nyt niveau lige over 5,0 % og i 2014 nåede den gennemsnitligt anvendte MRP for første gang over 6 %. Efter 2014 er niveauet for MRP faldet marginalt, og det gennemsnitlige tillæg til MRP bevirker, at MRP har ligget på et stabilt niveau på ca. 6 % de sidste 5 år. Vi har siden undersøgelsen i 2012 spurgt ind til respondenternes dekomponering af MRP, hvorfor det ikke er muligt i ovenstående graf at vise hhv. basis-MRP og tillæg i perioden forinden.

Der er blandt respondenterne tidligere tilkendegivet forskellige holdninger til, hvorvidt MRP er af fundamental karakter, eller om den påvirkes af midlertidige udsving på aktiemarkedet.

Udviklingen i den gennemsnitlige MRP inkl. tillæg blandt danske markedsdeltagere



Kilde: PwC-undersøgelse



Grundlæggende er der tre forskellige opfattelser:

- at MRP er en konstant faktor
- at MRP skal øges for at afspejle midlertidige forhold i markedet, fx øget usikkerhed/lav rente
- at MRP varierer konstant og beregnes implicit ud fra den nuværende prisfastsættelse i markedet, fx P/E, dividendemodeller mv.

Lige efter finanskrisen vurderede størstedelen af de adspurgte, at MRP'en var en konstant faktor, der ikke skulle øges pga. den finansielle krise. Som udviklingen i den anvendte MRP indikerer, har mange dog efterfølgende valgt at revurdere estimatet for MRP. Ligeledes er der som nævnt visse af respondenterne, der opererer med et tillæg til MRP'en, idet de således baserer afkastkravet på en langsigtet "normal" MRP plus et tillæg, der afspejler de aktuelle forhold.

Global eller lokal MRP

Da mange danske selskaber er globale spillere, er det relevant at overveje, hvorvidt MRP bør anses som en global størrelse. Før COVID-19 var renteniveauet i Europa væsentligt lavere end renteniveauet i USA. Det betød implicit, at ved anvendelse af samme MRP for hhv. Europa og USA, ville afkastkravet i USA pr. definition være højere end i Europa. Forskellen herpå var umiddelbart større, end hvad der kunne forklares ud fra forskelle i forventet inflation. Visse markedsdeltagere argumenterede for, at det

samlede afkastkrav i hhv. Europa og USA ikke nødvendigvis burde divergere i denne grad. Det resulterede i, at visse markedsdeltagere anvendte forskellige MRP'ere for fx henholdsvis Europa og USA for at ramme et afkastkrav på samme niveau. Som følge af COVID-19 er renterne i USA faldet kraftigt, hvorfor dette ikke i samme grad forventes at være et problem i det nuværende marked.

Prisfastsættelse i det nuværende lavrentemiljø

Undersøgelserne viser, at der er udbredt konsensus om, at man ved værdiansættelser helt tilbage til siden starten af den økonomiske og finansielle krise ultimo 2008 har haft udfordringer med at anvende en traditionel "teoretisk" WACC og har skullet tage særlig højde for forskellige forhold ved den aktuelle markedssituation. I starten af perioden var udfordringerne relateret til håndteringen af en øget usikkerhed som følge af den økonomiske og finansielle krise, mens udfordringerne op til COVID-19-udbruddet primært har relateret sig til den lave rente.

I årene 2011-2017 var det ca. 60-75 % af respondenterne, der foretog en justering af afkastkravet som følge af de aktuelle markedsforhold. 2018 var det år, hvor den største andel af respondenterne svarede, at de korrigerer afkastkravet (89 %), mens andelen i 2019 udgjorde 68 %. I 2020 faldt andelen af respondenter, der korrigerer afkastkravet, yderligere til 64 %. Taget i betragtning at renten er faldet fra 2018 til 2020, mens WACC-niveauet, jf. respondenterne, er stort set uændret, er det bemærkelsesværdigt, at færre respondenter angiver, at de foretager korrektioner i 2020.

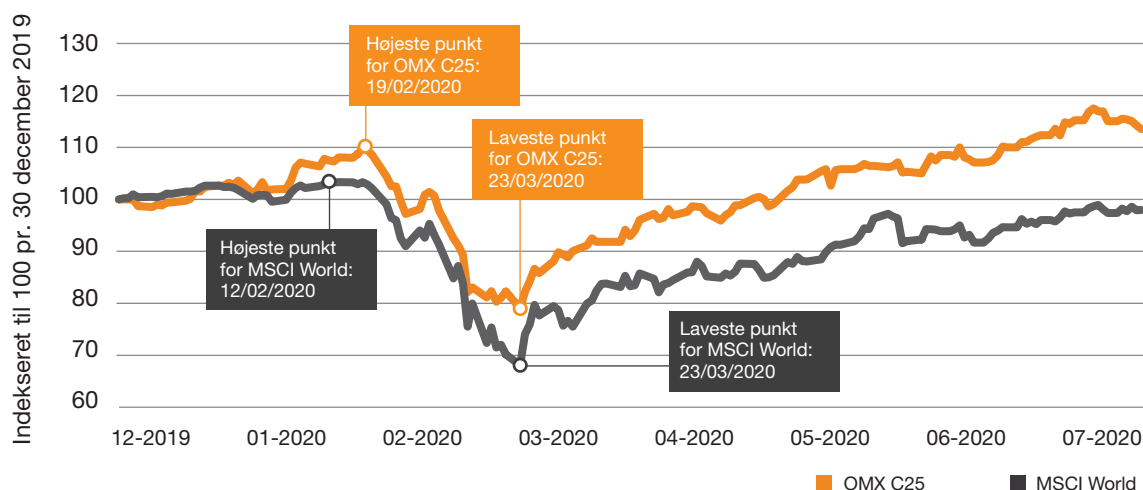
Den hyppigste korrektion til afkastkravet er et normaliseringstillæg til den risikofri rente (primært i 2018-2020), og ellers vælger respondenterne at korrigere på andre måder, fx ved et tillæg til ejernes afkastkrav eller til WACC.

Prisfastsættelse og indvirkning af COVID-19

Den globale COVID-19-pandemi har haft en væsentlig indflydelse på aktiemarkederne i 2020. Som nedenstående graf indikerer, faldt det danske C25-indeks ca. med 28 % fra 19. februar 2020 til 23. marts 2020. Sammenlignet

med mange andre lande har de største danske selskaber været mindre hårdt ramt, eftersom niveauet pr. 31. juli 2020 ligger ca. 14 % over niveauet ved udgangen af 2019, mens MSCI World-indekset ligger ca. 2 % under.

Aktiekursudvikling under COVID-19 pandemien



Kilde: S&P Capital IQ

I 2020-undersøgelsen blev respondenterne adspurgt, hvordan de korrigerer for effekten af COVID-19. 5 ud af 22 respondenter angav, at de grundet COVID-19 korrigerer afkastkravet i form af tillæg. 4 af disse anvender et særskilt tillæg til MRP'en inden for intervallet 0,0-2,0 %. På trods af det sås en faldende MRP i 2020-undersøgelsen, inklusive COVID-19-tillæg, sammenlignet med 2019. Vender man blikket mod Sverige, hvor PwC udfører en lignende årlig undersøgelse, ses en helt anden tendens. I 2019 viste deres undersøgelse en gennemsnitlig MRP på 6,8 %, mens den i 2020 er steget til 7,7 %, hvilket svarer til en stigning på 0,9 %-point. Det er tankevækkende, at den gennemsnitlige MRP i den danske undersøgelse derimod er faldet marginalt siden 2019-undersøgelsen eftersom COVID-19-pandemien har medført øget usikkerhed, men det er konsistent med de stigende danske aktiekurser. Vores undersøgelse er desuden baseret på besvarelser fra forholdsvis få respondenter, hvorfor mindre udsving i den opgjorte MRP kan være et udtryk for statistisk usikkerhed.

Korrigeret af afkastkravet er blot en af flere muligheder for at medtage COVID-19-effekten i forbindelse med værdiansættelse af selskaber. Ud over at medtage effekten i cash flows

anvendt i værdiansættelsen kan der bl.a. også benyttes sandsynlighedsvægtede scenarier eller en øget illikviditetsdiscount. I 2020-undersøgelsen blev respondenterne adspurgt, hvorvidt de anvendte disse metoder til at medtage effekten af COVID-19. 14 ud af 22 svarede, at de anvender sandsynlighedsvægtede scenarier, mens 3 svarede, at de benytter en øget illikviditetsdiscount.

Afkastkravet 2013-2020

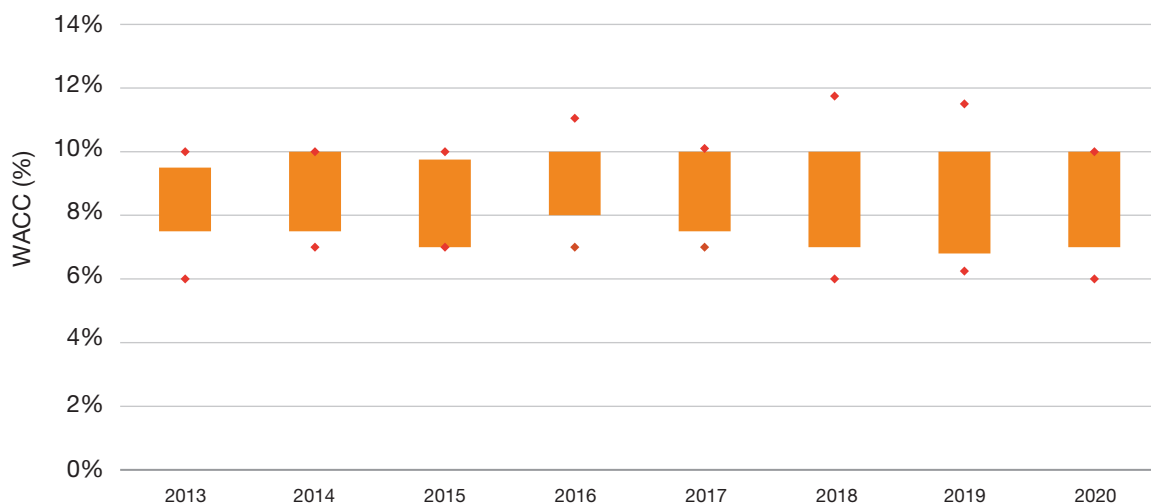
Som det fremgår, er der divergerende holdninger til, hvordan afkastkravet (WACC) skal beregnes i det aktuelle marked. For at kunne sammenligne afkastkravet for respondenterne – uagtet hvordan de korrigerer – har vi de sidste otte år spurgt til størrelsen af WACC for en børsnoteret virksomhed med en gennemsnitlig risikoprofil.

Respondenterne har angivet et interval for størrelsen af WACC. Medianen af hhv. den øvre og nedre del af intervallet er vist i nedenstående graf (illustreret ved søjlerne). Desuden er højeste og laveste kvartil vist (illustreret ved prikkerne). I næsten alle årene har median-WACC'en dækket intervallet 7,0 % til 10,0 %, og WACC'en har

således været forholdsvis stabil på trods af, at intervallet i de seneste år har udvidet sig. Dette skal ses i lyset af, at den risikofri rente er faldet med over 2 %-point fra 2013 til 2020, hvilket

ikke ses direkte afspejlet i det anvendte afkastkrav og alt andet lige indikerer justeringer af afkastkravet (ved normalisering af den risikofri rente eller andre tillæg).

WACC-interval



Kilde: PwC-undersøgelse

IFRS 16

Implementeringen af IFRS 16, som trådte i kraft for regnskabsår, der begyndte den 1. januar 2019 eller senere, betyder, at der ikke længere skal skelnes mellem operationelle og finansielle leasingaftaler for selskaber, som følger de internationale regnskabsregler.

Hidtil har man kun indregnet finansielle leasingaftaler i balancen, og IFRS 16 har derfor særligt stor betydning for selskaber med mange operationelle leasingaftaler, da både operationelle og finansielle leasingaftaler siden implementeringen har skulle indregnes i balancen.

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

En mulig løsning er at tilbageføre effekten af IFRS 16 ved at fratrække den kontante leasingydelse i de fremtidige cash flows og anvende samme nettorentebærende gæld som før IFRS 16-implementeringen. Alternativt kan man

opgøre cash flows jf. IFRS 16, dvs. at NPV af leasingydelse på de nuværende leasingkontrakter indgår i den nettorentebærende gæld via leasingforpligtelsen, og NPV af leasingydelse på fremtidige leasingkontrakter indgår i capex på tidspunktet for de enkelte leasingaftalers start.

I vores 2019-undersøgelse spurgte vi respondenterne, hvordan de håndterer IFRS 16 implementeringen ved værdiansættelse af selskaber, der er underlagt IFRS 16. 8 ud af 19 svarede, at de tilbagefører effekten af IFRS 16, mens 5 svarede, at de opgør cash flows efter IFRS 16. Yderligere 3 svarede, at de ingen holdning har.

Overordnet betyder implementeringen af IFRS 16, at den finansielle gearing øges eftersom leasinggælden vil øge virksomhedens gældsandel. Samtidig sker der en forskydning fra driftsmæssig til finansiell risiko, hvilket fører til, at selskabets ugearede beta reduceres. I teorien betyder ovenstående effekter, at WACC bør reduceres for at afspejle disse. Vi spurgte de respondenter, der opgør cash flows efter IFRS 16, om de korrigerer WACC på denne baggrund, og hertil svarede 3 ud af 5, at de reducerer WACC, mens to benytter samme WACC som før.



“

Til trods for at der er rimelig konsensus omkring størrelsen af afkastkravet for et gennemsnitligt selskab, er det svært at sammenligne enkeltparametre fra de forskellige markedsdeltagere ved beregning af afkastkrav.

Det er i den sammenhæng væsentligt at være opmærksom på, at WACC for det samme selskab vil være forskelligt, alt efter om den anvendes til at diskontere cash flows, der afspejler IFRS 16, eller hvor IFRS 16 er tilbageført. Dette er særligt relevant, da størstedelen af respondenterne vælger at tilbageføre effekten af IFRS 16, mens det er et krav fx i forbindelse med nedskrivningstest, at nedskrivningstesten skal afspejle IFRS 16. Dermed kan der være situationer, hvor man vil (læs: bør) anvende én WACC til strategiske værdiansættelser (tilbageførsel af IFRS 16) og en anden og lavere WACC til impairment-formål. Dette besværliggør ligeledes sammenligneligheden af WACC's på tværs af selskaber og øger risikoen for fejl. Særligt for selskaber inden for detailhandel og flyindustrien har implementeringen af IFRS 16 haft stor indflydelse på de finansielle nøgletal og WACC.

Vores 2019-undersøgelse viste tydeligt, at der er delte meninger om håndtering af IFRS 16, og at IFRS 16-implementeringen overordnet set har gjort det mere vanskeligt at udarbejde konsistente værdiansættelser.

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. Til trods for at der er rimelig konsensus omkring størrelsen af afkastkravet for et gennemsnitligt selskab, er det svært at sammenligne enkeltparametre fra de forskellige markedsdeltagere ved beregning af afkastkrav.

Dette tydeliggøres af markedsdeltagernes tilgang til korrektion for COVID-19. Nogle respondenter foretager et tillæg til WACC, nogle øger korrektionen for illikviditet, og nogle anvender sandsynlighedsvægtede scenarier.

Undersøgelsens resultater viser ligeledes, at implementeringen af IFRS 16 på kort sigt ikke har ført til øget ensretning i forhold til værdiansættelse, men derimod har bidraget til øget kompleksitet og reduceret sammenlignelighed.

Med PwC's årlige undersøgelse sættes der fokus på forskellige aspekter i forbindelse med værdiansættelse, og PwC prøver på den måde at skabe gennemsigtighed omkring det anvendte afkastkrav samt debat om, hvilke metoder der er teoretisk korrekte og samtidig praktisk anvendelige.

Kontaktpersoner



Anders C. Madsen

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



Mette Hartzberg

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

Hele eller dele af denne artikel må kun gengives med tydelig kildeangivelse.



www.pwc.dk