

# Værktøj til Due Diligence

Udarbejdet af Rasmus Jensen, konsulent, SEGES Erhvervsøkonomi, og Kenneth Kjeldgaard, specialkonsulent, SEGES Finans & Formue, i projekt Nye og alternative samarbejds- og finansieringsformer i landbruget, december 2017

Dette notat har til formål at beskrive brugen af regnearket "Værktøj til due diligence". Arket indeholder to underark, "Værdiansættelse" og "DCF", som hver især beskrives.

## Underarket "Værdiansættelse"

Det første ark er et oversigtsark til brug for værdiansættelse af landbrugsvirksomheder ved brug af forskellige værdiansættelsesmodeller og Due Diligence-faser. Arket er todelt i "Værdiansættelsesmetode" og "Due Diligence-faser".

Øverst indtastes beregnede værdier ud fra hver benyttet værdiansættelsesmetode, og derunder indtastes kvantificerede beløb fra respektive Due Diligence-faser. Herudfra beregnes en samlet værdi på virksomheden.

## Underarket "DCF"

Til forskel fra underarket "Værdiansættelse" er underarket "DCF" mere komplekst, da arket indeholder skabelonen til værdiansættelsesmodellen "Discounted Cash Flow" (DCF). For bedst muligt at forstå modellen og opbygning af regnearket beskrives begrebet værdiansættelse og beregningsmetoden i arket. Dernæst beskrives brugen af modellen ved angivelse og definition af modellens indtastningsceller.

## Værdiansættelsesmetode

Til værdiansættelse i underarket benyttes DCF-modellen (Discounted Cash Flow-modellen), der tilhører gruppen af kapitalværdibaserede modeller. Værdien beregnes ved at summere al fremtidig indtjening og omregne værdien til nutidsværdi<sup>1</sup>. Der gøres ved at anvende virksomhedens budgetterede frie pengestrømme (cash flow) som mål for fremtidig indtjening. Herefter tilbagediskonteres pengestrømme med en fast diskonteringsrente som et mål for vægtede kapitalomkostninger.

Det kræves derfor, at der udarbejdes et budget, hvis resultater benyttes som input i modellen. For at få så retvisende og detaljeret et budget som muligt anbefales det, at budgettet tager udgangspunkt i elementerne i en strategisk regnskabsanalyse. Se notatet [Strategisk Regnskabsanalyse](#)

Alt andet lige giver et godt og gennemarbejdet budgetmateriale også en bedre værdiansættelse, selvom det i praksis ikke er muligt at beregne en endegyldig værdi, der kan sættes to streger under. Dette skyldes naturligvis, at det ikke er muligt præcist at fastsætte den fremtidige indtjening. Derfor vil værdiansættelsen altid beregnes ud fra al tilgængelig information på beregningstidspunktet.

---

<sup>1</sup>Se en definition på nutidsværdi i notatet:

[https://www.landbrugsinfo.dk/Oekonomi/Investering/Sider/Kalkulationsrente\\_investeringer.pdf](https://www.landbrugsinfo.dk/Oekonomi/Investering/Sider/Kalkulationsrente_investeringer.pdf)

## DCF-modellen

DCF-modellen anvendes ved at udfylde de grønne indtastningsfelter. Informationerne til indtastning findes i virksomhedens seneste regnskab og det udarbejdede budget.

Regnearket værdiansætter ud fra budgetperioden 2017-2025 og en efterfølgende terminalperiode kendetegnet ved fremskrivning af sidste budgetår med en konstant væksthastighed. Ønskes en anden budgetperiode skal regnearket tilpasses.

Regnearket er inddelt i fire bokse, hvoraf tre er indtastningsbokse, mens den sidste indeholder værdiansættelse og følsomhedsanalyse.

I den øverste boks til venstre indtastes tal fra den seneste årsrapport og antagelser i de grønne indtastningsfelter. I midten af regnearket indtastes tal fra budgettet i de grønne indtastningsfelter. Resten beregnes eller udfyldes automatisk ud fra oplysningerne i øverste indtastningsboks. Nederst til venstre indtastes rente, afkast og gældsandelsoplysninger i de grønne felter.

Efter indtastning beregnes værdien af virksomheden i boksen midt i regnearket, ligesom boksen også indeholder en følsomhedsanalyse ud fra ændringer i WACC og vækst p.a. i terminalperioden.

## Forklaring af felter

Nedenfor er en kort beskrivelse og definition af de felter, som ikke allerede forklares i regnearket.

### ***Boks 1 – Oplysninger fra årsrapporten***

#### **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**

Afhængig af regnskabsmetoden er EBIT enten "resultat af før renter" eller "resultat af primær drift" i årsregnskabet og budgetopstillingen. Tallene indtastes direkte i det grønne felt "EBIT"

#### **Afskrivning og hensættelser**

Afskrivninger findes direkte i virksomhedens resultatopgørelse for seneste regnskabsår og budgettet. Såfremt der også er hensættelse af forpligtigelser, lægges disse to tal sammen og indsættes i det grønne felt.

#### **Skattesats**

I det grønne felt indtastes virksomhedens effektive skattesats. Denne vil oftest være lig den aktuelle selskabsskat (i dette tilfælde 22 %), men kan tilrettes i de enkelte budgetår.

#### **Materielle anlægsaktiver**

Her indsættes summen af materielle anlægsaktiver fra seneste regnskab.

#### **Markedsværdi af rentebærende gæld**

Her indsættes samlede gældsforpligtigelser fra seneste regnskab.

#### **Markedsværdi af likvider & VP**

Her indtastes virksomhedens kontant og værdipapirbeholdning fra seneste regnskab.

### **Vækst p.a. i terminalperioden**

Her indtastes virksomhedens forventede vækst i terminalperioden.

### **Ændring i arbejdskapital**

Arbejdskapital betegner de midler, der er bundet i debitorer, kreditorer og lagre. Ændring i arbejdskapital er forskellen i arbejdskapital for seneste to regnskabsår. Begge tal bør fremgå af det seneste regnskab.

### **Boks 2 – Frit Cash Flow til analyse**

#### **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**

Afhængig af regnskabsmetode er EBIT enten "resultat af før renter" eller "resultat af primær drift" i årsregnskabet og budgetopstillingen. Tallene indtastes direkte i det grønne felt "EBIT".

### **Ændring i arbejdskapital**

Arbejdskapital betegner de midler, der er bundet i debitorer, kreditorer og lagre. Ændring i arbejdskapital er forskellen i arbejdskapital for seneste to regnskabsår. Begge tal bør fremgå af det seneste regnskab.

Ved beregning af frit cash flow skal tages hensyn til, hvilken værdi feltet skal have i budgetperioden. Det vil ikke være realistisk kontinuerligt at opnå positive ændringer i arbejdskapital i budgetperioden. I praksis vil en positiv udvikling i arbejdskapitalen sandsynligvis begrænse sig til få år, indtil virksomheden har fået optimeret deres arbejdskapital.

Angivelse af ændring i arbejdskapital kræver stor indsigt i virksomheden og et detaljeret budget med opgørelse af balanceposter. Hvis ikke det er tilgængeligt anbefales det at nulstille ændring i arbejdskapitalen i budgetperioden.

### **Investeringer i anlægsaktiver**

Indtastningsværdier til investeringer findes i budgettets resultatopgørelse.

Da modellen antager, at virksomheden fortsætter med at generere pengestrømme efter budgetperioden, er det vigtigt, at budgettet tager højde for, at produktionsapparatet er i stand til at producere på uændret niveau i fremtiden. Medmindre indsigten i virksomheden er stor, og budgettet er meget detaljeret, anbefales det, at investeringerne enten fra start af eller inden udløb af budgetperioden sættes lig med afskrivningerne af produktionsapparatet.

### **Boks 3 – Rente og afkastkrav**

#### **Egenkapitalens afkastkrav**

Øverst i boksen tages stilling til opgørelse af afkastkrav til egenkapital. Det kan ske ved brug af beta-værdi (uddybes senere) eller ved direkte indtastning af egenkapitalkrav under "Afkastkrav uden brug af beta".

#### **Diskonteringsfaktor:**

Til bestemmelse af den samlede diskonteringsfaktor indtastes **Rentesats for fremmede kapital** og afhængig af formål med værdiansættelsen indtastes enten målvirksomhedens nuværende rente, købers fremtidige rente eller investeringsrenten. Derudover indtastes skattesatsen for rentebetalingen.

#### **Kapitalstruktur:**

**Gældsandel:** Her indtastes, hvor stor en del der finansieres ved gæld.

## Resultater og definition af værdiansættelsesparametre

### Cash flow

Når de grønne felter er udfyldt, beregnes virksomhedens estimerede fremtidige cash flow, som benyttes til værdiansættelse af virksomheden i boksen midt i arket.

### Værdiansættelse af virksomheden

Værdiansættelsen sker ved at tilbagediskontere virksomhedens frie cash flow med virksomhedens vægtede kapitalomkostninger (WACC).

### WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) beskriver de vægtede kapitalomkostninger i en virksomhed. WACC tager højde for afkastkrav fra egenkapital, fremmekapital og långiverne. WACC findes ved at vægte afkastkravet til egenkapitalen og gælden.

Grunden til, at der er forskel i afkastkrav til ejer og långiver, er, at ejer påtager sig en større risiko, som skal kompenseres for i form af større afkast (en risikopræmie). Altså skal fremmedkapitalen kun kompenseres ved den risiko, der er på selve gælden, og ejer skal kompenseres for den driftsmæssige risiko, der er i virksomheden.

### Følsomhedsanalyse

For at undersøge, hvilke påvirkninger de opstillede forudsætninger har på værdiansættelsen, foretages en følsomhedsanalyse. I følsomhedsanalysen testes egenkapitalens værdi ved at ændre på følgende komponenter:

- Ændring i gearing
- Ændring i den risikofri rente
- Ændring i risikotillæg
- Ændring i Aktivernes omsætningshastighed og Overskudsgrad.

Disse komponenter er valgt for at se, i hvor stor grad ændringer i komponenterne vil påvirke egenkapitalens værdi, idet det er en central forudsætning ved værdiansættelse af virksomheden.

### Beta-værdi

En virksomheds Beta-værdi afhænger af, hvor stor risiko der er i virksomheden i form af finansiel og driftsmæssig risiko.

Finansiel risiko afhænger blandt andet af virksomhedens gearing og andelen af kortfrist gæld. Hvis kortfristet gæld kræves indfriet i løbet af kort tid, er virksomheden mere sårbar, end en virksomhed som udelukkende har langfristet fastforrentet gæld.

Driftsmæssig risiko afhænger af, hvor sårbar virksomheden er overfor skift i økonomien og overfor, hvor specialiseret virksomhedens produkt er. Hvis produktet kun har én funktion, og denne overflødiggøres, så har virksomheden små chancer for at overleve. Eksempelvis hvis en medicinalvirksomhed udelukkende sælger piller, hvis funktion er at holde en kræftsygdom nede, og en anden virksomhed opfinder en kur mod kræft, så vil pillerne blive overflødiggjort, hvilket efterlader virksomheden i store problemer.

Beta er et nøgletal, som fortæller, hvor meget en aktie svinger i forhold til det generelle aktiemarked (indeks). Nøgletallet beregnes ved hjælp af historiske data for aktiekurser for en enkelt virksomhed, en portefølje og markedsindeks.

En markedsportefølje sammensat af alle aktier svinger selvsagt med markedet og vil derfor have en beta-værdi på 1. Hvis Beta = 0 er der tale om en risikofri investering sammenlignet med det generelle aktiemarked, og værdien af aktien er derfor uafhængig af det generelle aktiemarked.

Beta-værdien under 1 betyder, at investeringen har mindre risiko end markedsporteføljen, og omvendt betyder en Beta-værdi over 1, at der er risiko er større end markedsporteføljen. Alt andet lige vil højere Beta-værdi medføre krav om større risikopræmie fra køber eller investor.

Førhen offentliggjorde blandt andet Jyllands-Posten og Børsen beta-værdien for børsnoterede virksomheder. Det gør de desværre ikke længere, hvorfor det kan være svært at finde betaværdier for sammenlignelige virksomheder eller brancher.

For at få en idé om, hvad en køber eller investor bør kræve ved køb af en landbrugsvirksomhed, kan beta-værdien (den generelle information) for landbrugsbranchen være relevant information. Det har desværre ikke været muligt at fremskaffe en repræsentativ beta-værdi for dansk landbrug, da branchen ikke er repræsenteret på børsen.

Til sammenligning er beta-værdien for den amerikanske landbrugssektor beregnet til 0,92 i januar 2017 ud fra data fra 37 virksomheder<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Se: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)