

Værdiansættelsesmetoder

Udarbejdet af Rasmus Jensen, konsulent, SEGES Erhvervsøkonomi, i projekt Nye og alternative samarbejds- og finansieringsformer i landbruget, december 2017

Dette notat har til formål at give en gennemgang af de væsentligste metoder til at værdiansætte virksomheder inden for landbrug. Notatet er ikke udtømmende, men belyser de mest anvendte og relevante metoder, som illustreret i figur 1.

Figur 1: Værdiansættelsesmetoder



DCF-modellen – nutidsværdi af fremtidige pengestrømme

DCF er en forkortelse for "Discounted Cash Flow", som oversat betyder "diskonteret pengestrøm". Modellen opgør værdien af virksomheden, et aktiv eller et forretningsprojekt ud fra en tilbagediskonteret¹ værdi af forventede fremtidige "frie pengestrømme".

Frie pengestrømme defineres som pengestrømme fra driftsaktiviteter minus investeringer i hårde aktiver herunder jord, produktionsbygninger og udstyr. Begrebet giver dermed overblik over, hvor mange penge virksomheden har tilbage, efter der er taget højde for investeringer i kapitalapparatet. Det vil sige, at beregningen viser, hvor stort et beløb der er tilbage til at honorere finansieringen af en gældfri virksomhed.

Metoden kræver stillingtagen til virksomhedens værdiskabende aktiver som eksempelvis omsætningsvækst og kapitalomkostninger, herunder købernes vurderede usikkerhed ved indtjeningen for virksomheden (risikopræmie). DCF bør derfor kun anvendes for virksomheder i stabil vækst og forretningsmiljø.

Sammenligningsmetoden (Multipel)

Sammenligningsmetoden tager udgangspunkt i salgsværdier fra sammenlignelige virksomheder og anvendes ofte som en simpel beregningsmetode ved værdiansættelse. Ud fra data vurderes, hvad prisen på virksomheden bør være ved beregning af en såkaldt multipel, hvis størrelse er et udtryk for krav til forrentning.

Metoden er meget simpel og tager udgangspunkt i nøgletallet Price/Earning (P/E) for børsnoterede virksomheder. P/E definerer, hvad børsmarkedet er villig til at give for 1 kr. indtjening, og hvis virksomhederne er sammenlignelige, bør den pågældende virksomhed handles til samme P/E. Nøgletallet

¹ Ved tilbagediskontering findes nutidsværdien af den fremtidige indtjening.

beregnes som markedsværdien pr. aktie (aktiekurs) divideret med indtjeningen pr. aktie. Målvirksomhedens værdi kan efterfølgende beregnes ved at gange sammenlignelige virksomhedens P/E værdi med målvirksomhedens indtjening.

Udfordringen er, hvis branchen eller sammenlignelige virksomheder ikke handles på børsen. I den situation benyttes en række andre forskellige multiple baseret på kvantificerbare data, som beregnes ved adgang til data for sammenlignelige virksomheder og deres resultat. Eksempler kunne være multiple baseret på omsætning, EBITDA (resultat før afskrivning på driftsaktiver og nedskrivninger), EBIT (resultat før renter og skat) eller antal medarbejdere. De vigtigste og mest retvisende multiple i den henseende er de finansielle. I praksis benyttes ofte multiplen baseret på EBITDA som værdiansættelsesparameter. Når multiplen er beregnet, kan værdien af en gældfri virksomhed findes ved at gange multiplen på målvirksomhedens EBITDA.

Modellen bør ikke stå alene til værdiansættelse, idet den selvsagt indeholder en del usikkerhedsmomenter såsom øjeblikbillede af virksomhedens balance og indtjening. Derfor er det ikke givet, at metoden er i stand til at værdiansætte den enkelte virksomheds fremtidige indtjening, selvom multiplen gerne skulle angive, hvor meget en given branche er villig til at betale for fremtidig indtjening. Derfor er det vigtigt at have et dybdegående kendskab til målvirksomhedens regnskab og om de specifikke virksomheder, som danner grundlag for beregning af multipler.

Substansmetoden (handelsværdien af aktiverne)

Fremgangsmåden i substansmetoden er at vurdere hvert enkelt aktiv i virksomheden fratrukket værdien af hver aktivs forpligtelse. Tanken er at finde frem til nettoværdien af virksomheden som udtryk for handelsværdien. Ønskes en værdi for en gældfri virksomhed, værdiansættes udelukkende aktivernes værdi. Det er ikke bogførte værdier, men i stedet handelsværdier, der inddrages, men i visse tilfælde kan en bogført værdi være den bedste tilnærmede værdi. Hvis der foretages en opskrivning af aktiver i forhold til den nuværende bogførte værdi, skal der tages højde for udskudt skat², som er den skatteforpligtelse, der måtte opstå, såfremt aktivet realiseres til denne højere værdi. I særlige tilfælde beregnes en særlig kursværdi, hvis det er åbenbart, at aktivet ikke skal sælges inden for kort tid.

I praksis kan substansmetoden være for defensiv i værdiansættelsen, da metoden i nogle tilfælde tager udgangspunkt i aktivværdien og ikke altid tager højde for fremtidig indtjening og fremtidige pengestrømme. Derved er der stor risiko for, at metoden enten over- eller undervurderer virksomhedens værdi.

Mæglermetoden

Mæglermetoden er en simpel valuarmetode, som udføres af en landbrugsmægler. Langt hen ad vejen kan denne metode sammenlignes med substansmetoden, idet bedriftens enkelte dele vurderes individuelt. Metoden kan dog drage fordel af, at mægler kender prisniveauet for landbrugsejendomme indenfor det pågældende geografiske område.

Ligesom ved substansmetoden er der også risiko for, at mæglermetoden i nogle tilfælde undervurderer værdien af virksomheden. Det sker i de tilfælde, at værdiansættelsen baserer sig på aktivværdier og ikke tager højde for fremtidig indtjening og fremtidige pengestrømme.

² Udskudt skat opgøres som opskrivning multipliceret med den gældende skatteprocent.