

# Værdiansættelse af virksomheder – en integreret metode

Af Jens Wrang

---

## Pålidelig og troværdig fastsættelse af virksomheders værdi

En **integreret værdianalyse** fastsætter på en pålidelig og troværdig måde værdien af en virksomhed. Værdifastsættelsen tager udgangspunkt i en fundamental analyse af værdiskabelsen for både den enkelte virksomhed og dens nærmeste konkurrenter.

Analysen bearbejdes i en model, der kombinerer Economic Profit-principperne med den traditionelle DCF-analyse. Derved fremkommer nøgletal, som er relevante for en driftsøkonomisk vurdering af værdiskabelsen i virksomheden og som kan sammenlignes med nøgletal for branchen. Derudover fremkommer der nøgletal for den fremtidige værditilvækst, som kan sammenlignes med sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Derved sikres det yderligere, at værdifastsættelsen er afstemt med markedets forventninger til fremtidig vækst.

**Resultatet** af den integrerede værdianalyse er:

- Pålideligt – fordi metoden baserer sig på etableret driftsøkonomisk og finansiell teori og praksis.
- Troværdigt – fordi metoden har en indre konsistens og resultaterne en ydre referenceramme, der opretholdes i fastsættelsen af terminalværdierne.
- Transparent – i form af direkte indsigt i hvordan værdi forudsættes skabt.

Resultatet fremkommer som en selskabsværdi opgjort pr. værdielement pr. periode. Værdielementerne kan benchmarkes mod resultater fra internationale databaser. Dermed er der skabt en troværdig basis for en nuanceret vurdering af de forudsætninger der ligger til grund for værdisætningen.

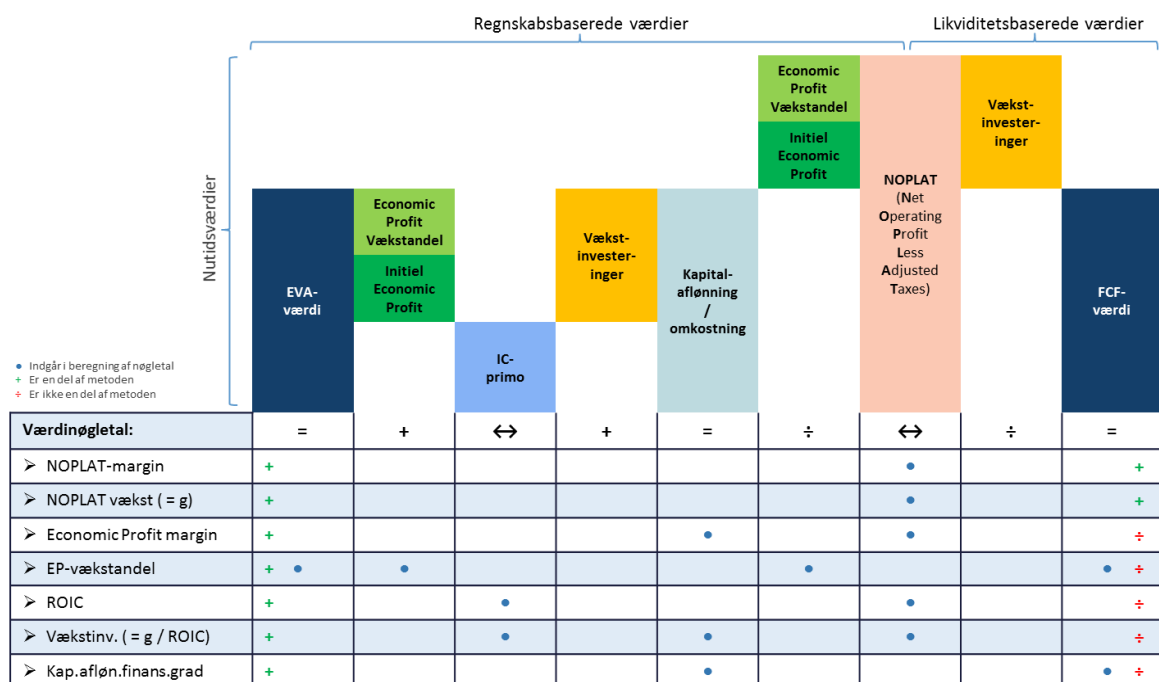
## Metoden integrerer tre analyser:

1. Udarbejdelse af en DCF-baseret **business case for virksomheden** opdelt i fem analyseperioder, alle med fokus på centrale værdiskabende drivere.
2. Udarbejdelse af en **værdianalyse af de nærmeste konkurrenter** med fokus på branchens evne til at skabe værdi.
3. Udarbejdelse af en **analyse af børsværdierne** for de nærmeste konkurrenter og/eller sammenlignelige virksomheder.

**Ad 1. Business casen for virksomheden** tager udgangspunkt i en detaljeret analyse af de diskonterede forventede cash flows (DCF) for virksomheden. Men det kan være vanskeligt derudaf at vurdere værdiskabetsens realisme, i forhold til det der er muligt, under de markedsforhold virksomheden opererer i. Dette gælder ikke mindst for den traditionelle opgørelse af terminalværdien. Metoden kombinerer derfor DCF-analysen med en værdibaseret analyse, hvor skabelse af Economic Profit (EP) i hver enkelt periode og over tid er i fokus.

Dermed kommer de centrale værdiskabende drivere i centrum, herunder ikke mindst afkastet af den investerede kapital (ROIC) og væksten i selskabets økonomiske resultat, og der opnås dermed en langt større indsigt i de værdiskabende faktorer, som værdisætningen bygger på.

Figur 1: Den kombinerede analyse sikrer, at de værdiskabende nøgletal kommer i centrum



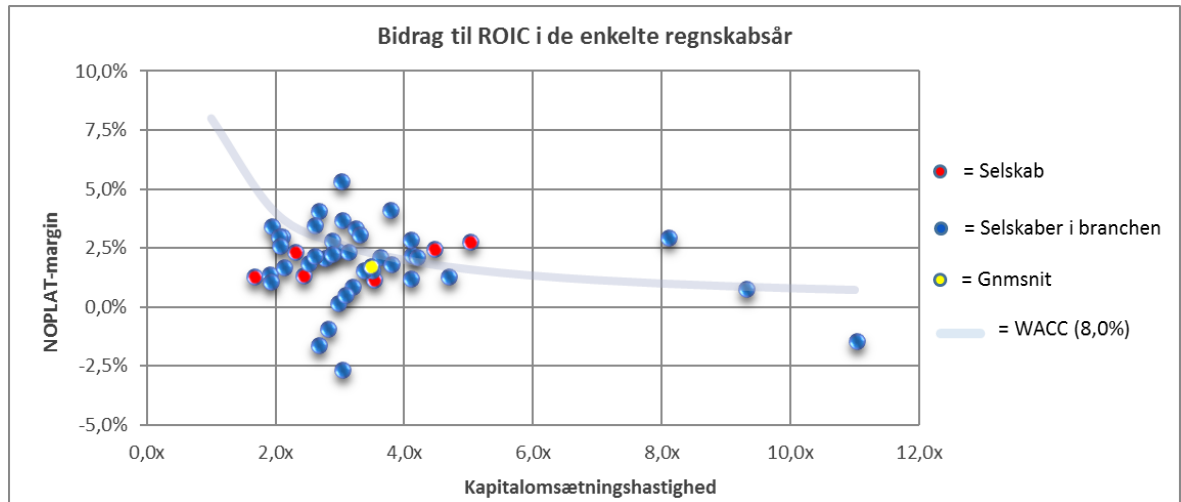
Business casen opdeles i fem analyseperioder, og baseres på driftsøkonomiske parametre / value-drivers med stigende aggregeringsniveau understøttet af økonomisk teori og praksis. En todelt terminalperiode baseret på i alt otte value-drivers giver mulighed for at fastlægge en terminalværdi, der er realistisk i forhold til de nøgletal for rentabilitet, der må antages at være opnåelige.

Figur 2: De fem perioder i business casen har hvert sit fokus

Periode	De fem seneste regnskabsår	De første fem plan-år	Efterfølgende fem plan-år	1. terminalperiode	2. terminalperiode
Fokus	At fastlægge virksomhedens og branchens situation og driftsøkonomiske sammenhænge.	Udarbejdelse af en business case der afspejler de økonomiske sammenhænge og valgt strategi.	På et aggregeret niveau at vurdere indtjeningsmulighederne for virksomheden i en moden fase.	At fastlægge niveauet for de værdiskabende parametre, der på sigt vil gælde for industrien.	At opnå indsigt i hvilken markedsform og hvilke konkurrencebetingelser, der vil forme sig på sigt.

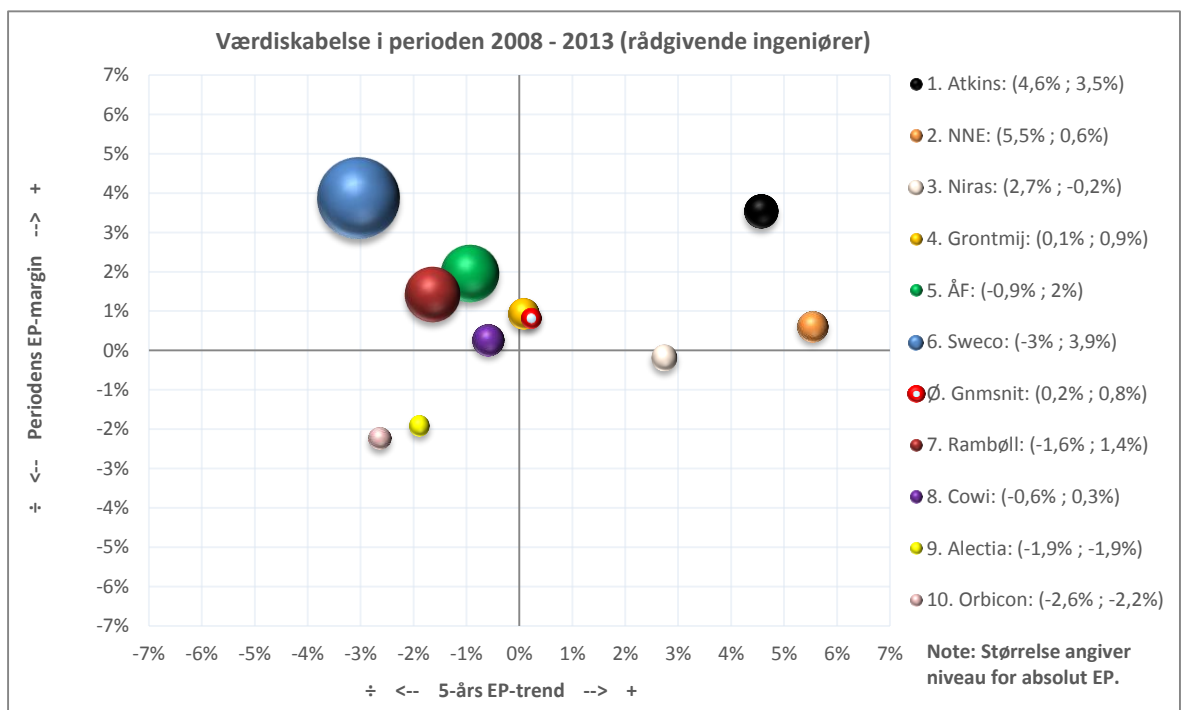
**Ad 2. Værdianalysen af de nærmeste konkurrenter** har til formål at finde niveauet for de nøgletal for rentabilitet, der er gældende i branchen. Derved opnås indsigt i de enkelte virksomheders indtjeningsevne og kapitaleffektivitet, og dermed evne til at skabe værdi. Analysen giver også en forståelse for, hvordan værdiskabelsen kan øges, og hvad der kan være en realistisk målsætning for de værdiskabende drivere på kort og lang sigt.

Figur 3: Konkurrentanalysen finder et realistisk niveau for bl.a. rentabilitet



Derudover belyser analysen de styrkemæssige forhold i branchen ud fra et værdiskabelsesperspektiv, herunder om konkurrenterne er i færd med at opbygge eller formindske deres styrke.

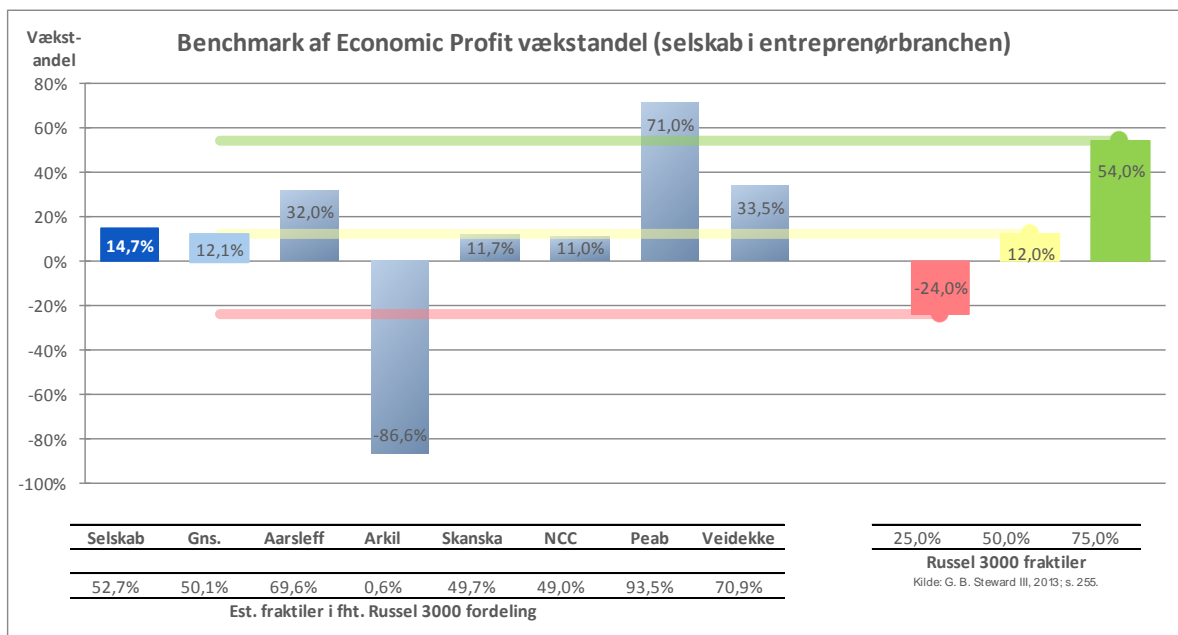
Figur 4: Værdiskabelse i en branche i et femårigt perspektiv (eksempel)



Dermed fås et indtryk af de strategier i forhold til konsolidering eller vækst, som konkurrenterne bør have fokus på, og en indikation af det råderum den enkelte virksomhed har.

**Ad 3. Analyse af markedsværdier** for børsnoterede konkurrenter og/eller sammenlignelige virksomheder har først og fremmest til formål at skabe et sammenligningsgrundlag for den del af værdien der i værdiansættelsen kan henføres til en fremtidig ændring i det aktuelle niveau for Economic Profit. Ofte vil en meget stor del af den samlede værdi være inkluderet i terminalværdien, og en andel heraf vil udtrykke en forventning om en sådan ændring i det aktuelle niveau for Economic Profit. Ved at sammenligne denne andel af værdien med både børsnoterede selskaber i branchen og resultater fra internationale databaser, fås konkrete pejlemærker til fastsættelse af væksten i værdiskabelsen.

Figur 5: Benchmark af EP-vækstandel mod børsnoterede virksomheder (eksempel)



Samlet set fås et konkret indblik i markedets vurdering af potentialet for værditilvækst inden for en branche, og dermed opnås et langt mere pålideligt og troværdigt estimat for en stor og ofte usikker andel af værdiansættelsen.

I tillæg giver analysen mulighed for at generere de mere traditionelle størrelses- eller indtjeningsbaserede multiple, som kan være med til at underbygge værdiansættelsen yderligere.

### Værdianalysens anvendelse

Den integrerede værdianalyse kan bl.a. anvendes til:

- Pålidelig og troværdig værdisætning af en virksomhed inden for de rammer for rentabilitet og vækst, som markedet vurderer er sandsynlige for en branche.
- Vurdering af de styrkemæssige forhold i en branche ud fra et værdiskabelsesperspektiv, herunder potentialet for fremtidig værditilvækst for den enkelte virksomhed.
- Fastlæggelse af realistiske mål for en virksomheds værditilvækst, og herunder bidrage til at definere og prioritere indsatsområder.