



Det er ikke nok kun at fremvise en forventning til et stort afkast. Der skal også være et rimeligt forhold mellem afkastet og risikoen ved investeringen. Foto: Jens Tønnesen

# Gode investeringer starter med fokus på pengestrømme

Når man skal vurdere en investering, er det vigtigt at forholde sig til både lånerente, alternativt afkast og risikoelementer.

Af Jacob Krog & Michael Friis Pedersen

De finansielle institutter har strammet kreditpolitikken. Det har gjort det væsentligt sværere at skaffe kapital til investeringer og har for alvor sat fokus på rentabilitet og krav til afkast - fra både den nuværende produktion og kommende udvidelser.

Men det er ikke nok kun at fremvise en forventning til et stort afkast. Der skal også være et rimeligt forhold mellem afkastet og risikoen ved investeringen.

•Hvor stort et afkast er der til dig som landmand, efter omkostningerne er dækket?

•Hvor sikre er de forudsætninger, som man lægger til grund for investeringen?

•Hvor meget betyder det, hvis der er noget, der ændrer sig i løbet af investeringens levetid?

Disse spørgsmål giver samlet set en rigtig god grund til at regne sine fremtidige investeringer grundigt igennem, inden de bliver sat i værk. Af og til møder man en påstand om, at det ikke kan betale sig at regne nøjagtigt på en investering, da der

alligevel er en hel del forhold, som kan ændre sig – og som ikke er medtaget i beregningen. Dette kan lede til, at man udelukkende vælger at anvende lånerenten ved evaluering af en investering, og dermed ikke indregner risikoelementer i beregningen. Men hvis man kun tager udgangspunkt i lånerenten, risikerer man at acceptere investeringer, der ikke giver et afkast, som svarer til risikoen. Det kan i sidste ende bringe virksomheden i en ringere situation, end hvis man havde undladt investeringen.

**Beregn den interne rente**  
Når man ønsker at tage kritisk stilling til en investering, kan det gøres ved at beregne investeringens interne rente (også kendt som Internal Rate of Return - IRR). Det er en nul-punktsberegning, der viser niveauet for kalkulationsrenten ved et nul-resultat af investeringens nutidsværdi.

Beregningen af nutidsværdi og IRR kræver, at man har forholdt sig til de fremtidige pengestrømme. Figur 1 viser et eksempel på, hvordan penge-

strømmene i et investeringsprojekt kan udvikle sig. Den blå søjle viser investeringen, og de grønne viser de årlige indgående pengestrømme.

Derudover illustrerer kurven, at der er knyttet en vis usikkerhed til indtægterne fra investeringen ud i fremtiden. Risikoen for disse udsving behandles i kalkulationsrenten og udelades derfor ved beregningen af IRR.

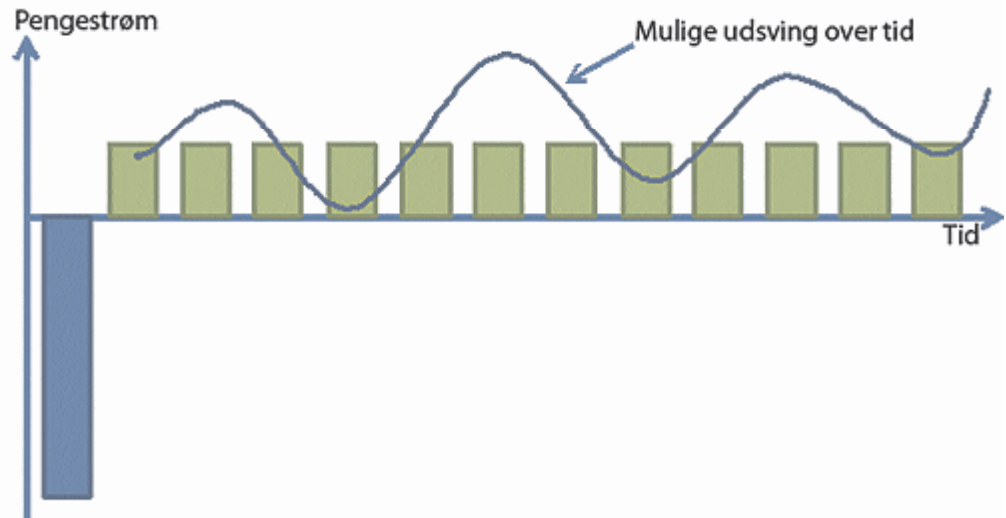
Eksempelvis vil en investering på 1.000.000 kr., i et anlæg med en levetid på 12 år og en årligt pengestrøm før renter på 116.000 kr., give en intern rente på 5,5 procent. Hvis den årlige pengestrøm var 126.000 kr., ville den interne rente blive 7 procent. Med andre ord viser eksemplet, at man foretrækker investeringer med høj intern rente. (Det er ikke et beregningsmæssigt krav, at pengestrømmene er ens hvert år. Men for overskueligheden i eksemplet er det valgt her).

Når den interne rente er på 7 procent, betyder det, at projektet hænger sammen, så længe kalkulationsrenten er lavere end 7 procent. Næste skridt er så at vurdere, hvilke elementer der skal indregnes i kalkulationsrenten, og hvor meget disse elementer hver især fylder.

### Beregn kalkulationsrenten

I Figur 2 er vist nogle af de elementer, som kalkulationsrenten kan bygges op af (og nedbrydes til). Som kalkulationsrente anvendes et vægtet gennemsnit af egenkapitalfinansieringen og omkostningerne ved at låne. Dette kaldes "de vægtede kapitalomkostninger" og benævnes ofte med den engelske forkortelse WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Kalkulationsrenten bygges op af "kendte" elementer. Man starter med lånerenten, som projektet kan finansieres til i bank og realkredit. Lånerenten kunne eksempelvis være 5 procent inkl. bidrag. Da der er skattefradrag for renter, ganges



Figur 1. Eksempel på pengestrømme ved et investeringsprojekt

lånerenten med 1 minus skatteprocenten. Lånerenten korrigeret for skat bliver dermed: 5 procent  $\times (1 - 0,25) = 3,75$  procent.

Efter dette skal der lidt mere dømmekraft ind i billedet. Man skal prøve at vurdere, hvad man alternativt kunne binde sin egenkapital i, hvis det ikke lige var den investering, man prøver at evaluere. Eksempelvis kunne man investere i obligationer med et forventet afkast på 4 procent.

Herefter vurderes, om der er risiko i forbindelse med finansieringen, som man bør tage højde for – eksempelvis fordi man vælger kort variabel rente til en investering med 12 års levetid. Tillægget er her vurderet til 2,5 procent.

Til sidst vurderes risikoen

ved det løbende afkast fra den konkrete investering (den bugtede linje i Figur 1). Tillægget for det løbende afkast vurderes i eksemplet til 3,5 procent. Det samlede krav til egenkapitalforrentningen bliver således 4 procent + 2,5 procent + 3,5 procent = 10 procent.

### Krav til egenkapitalforrentning

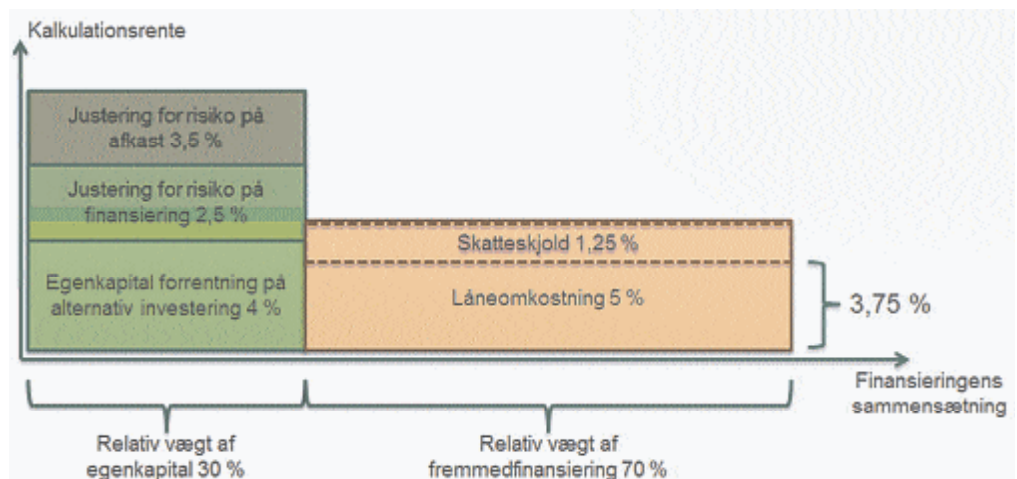
Nu vægtes kravet til egenkapitalforrentningen og låneomkostningerne sammen. I eksemplet er der 30 procent egenfinansiering og 70 procent fremmedfinansiering.

Det giver vægtede kapitalomkostninger på: 10 procent  $\times 0,3 + 3,75$  procent  $\times 0,7 = 5,625$  procent.

Hvis den interne rente i pro-

jektet er 7 procent, og kapitalomkostningerne er 5,625 procent, bliver  $IRR > WACC$  og projektet er rentabelt. Samtidig erkendes, at en intern rente på 5,5 procent fra det første eksempel ikke ville være tilstrækkeligt til accept af investeringen.

Ovenstående eksempel viser, hvor vigtigt det er at forholde sig til både lånerente, alternativt afkast og risikoelementer, når man skal vurdere en investering. Derudover bør man huske, at en investeringsberegning ikke kan rumme alt, men at beregningen kan forbedres markant ved at forholde sig eksplicit til de usikre faktorer, som man har en egentlig forventning til.



Figur 2. Elementer i kalkulationsrenten