

Rettelsesblad til Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

4. udgave 2012.

s. 63

	2012E	2013E	2014E	2015E
DO	187,00	200,09	214,10	229,08
NDA	1.214,45	1.229,46	1.390,42	1.487,75

NDA 2013 skal være 1.299,46

s. 140

<i>Mio. kr.</i>	Omkostnings- førte beløb	Andel aktiveret 2009/10	Amortisering 2009/10	Andel aktiveret 2010/11	Amortisering 2010/11
2010/11	197,1			0,2/2	19,7
2009/10	231,3	0,2/2	23,1	0,2	46,3
2008/09	335,7	0,2	67,1	0,2	67,1
2007/08	399,0	0,2	79,8	0,2	79,8
2006/07	351,3	0,2	70,3	0,2	70,3
2005/06	345,7	0,2	69,1	0,2/2	34,6
2004/05	303,8	0,2/2	30,4		
Total			339,9		317,7

'Andel aktiveret' skal rettes til 'Andel amortiseret'

<i>Mio. kr.</i>		Andel amortiseret 2009/10	Amortisering 2009/10	Andel amortiseret 2010/11	Amortisering 2010/11
	Omkostnings- førte beløb				
2010/11	197,1			0,2/2	19,7
2009/10	231,3	0,2/2	23,1	0,2	46,3
2008/09	335,7	0,2	67,1	0,2	67,1
2007/08	399,0	0,2	79,8	0,2	79,8
2006/07	351,3	0,2	70,3	0,2	70,3
2005/06	345,7	0,2	69,1	0,2/2	34,6
2004/05	303,8	0,2/2	30,4		
Total			339,9		317,7

s. 186

Årlige amortiseringer på immaterielle aktiver 2011 ~~-4.488~~ -4.588

s. 193

Nedenfor er vist skatteallokeringen for Royal Unibrew for år 2011:

Skat af årets resultat		100.253
(1) Skattefordel på core netto finansielle omkostninger	32.388 x 0,25 =	8.097
(1) Skat på usædvanlige finansielle poster	1.787 x 0,2 =	-447
(2) Samlet skat på driftsoverskud		117.903
(3) Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	7.293 x 0,25 =	-1.823
(4) Skat allokeret til core andet driftsoverskud	3.549 x 0,25 =	-887
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)		115.193

Figur 6.11 Skatteallokering for Royal Unibrew, 2011.

Skat af årets resultat 110.253

s. 144-147**Operationel leasing**

Leasede aktiver, der ikke opfylder kriterierne for finansiel leasing, benævnes operationel leasing og indregnes ikke på balancen. Det forhold, at indregningskriterierne er bredt defineret og tvetydige skaber en mulighed for ledelsen til at omgå ånden i sontringen mellem finansiel og operationel leasing, hvilket potentielt kan lede til undervurdering af leasede aktiver. Dette er sandsynligvis mest udtalt inden for kapitaltunge brancher, hvor der er mulighed for leasing (f.eks. luftfartsindustrien).

Finnair, det finske luftfartsselskab, behandler dele af dens lejede flyflåde som operationel leasing. Disse leasede fly er derfor ikke medtaget på Finnairs balance, hvilket gør det vanskeligt for analytiker at sammenligne Finnairs rentabilitet med andre luftfartsselskaber, der har en anden sammensætning af finansielle og operationelle leasingkontrakter. For at korrigere herfor gør analytiker brug af information vedrørende operationelle leasingforpligtelser i noten til at estimere værdien af aktiverne og forpligtelserne, der ikke er indregnet på balancen. De leasede aktiver afskrives herefter over leasingaftalens løbetid og leasingydelse behandles som renter og afdrag på leasingforpligtelsen.

På balancedagen i 2010 og 2011 rapporterer Finnair følgende årlige leasingydelser (beløb mio.€):

	2010	2011
Under 1 år	70,2	65,8
1-2 år	62,2	48,7
2-3 år	45,4	32,6
3-4 år	29,9	29,9
4-5 år	27,2	22,0
Mere end 5 år	<u>47,4</u>	<u>29,7</u>
Samlet	<u>282,3</u>	<u>228,7</u>

Det forhold, at Finnair ikke viser nutidsværdien af dens operationelle leasingaftaler gør, at analytiker skal bestemme, hvorledes han vil fordele engangsbeløbene på 47,4 (2010) og 29,7 (2011) udover år 5 samt estimere en passende rente på leasinggælden, hvorefter det er muligt at beregne nutidsværdien af leasingydelserne. Finnair indikerer, at dens årlige rente på udstående gæld i 2011 er 2,9 pct. (2010 2,0 pct.) og den rapporterede leasingydelse i 2011 er 69,9 (indregnet under andre driftsomkostninger). Antag, at den årlige leasingydelse i det sjette år er lig leasingydelsen i et femte år (27,2 og 22,0) og at det resterende af engangsbeløbet (20,2 og 7,7) forfalder i det syvende år.

Med en diskonteringsfaktor på 2,0 pct. i 2010 og 2,9 pct. i 2011 er nutidsværdien af leasingydelseerne ultimo år 2010 og 2011 følgende:

	2010	2011
Inden for 1 år	68,8	63,9
Mere end 1 år	<u>196,6</u>	<u>146,5</u>
Samlet	265,4	210,4

Ud fra disse informationer kan analytiker foretage følgende korrektioner til Finairs primo og ultimo balancer samt dens resultatopgørelse for 2011:

1. Kapitalisér nutidsværdien af leasingaftalerne for 2010 gennem at forøge langfristede materielle aktiver og finansielle forpligtelser med 265,4.
2. Beregn værdien af eventuelle ændringer i leasingaktiver og leasingforpligtelser i løbet af året fra nye leasingaftaler. Ultimo 2010 var Finairs leasingforpligtelse for aftaler i 2012 og derudover 196,6. Såfremt, der ikke havde været nogen ændringer i disse aftaler et år efter (ultimo 2011) ville de have været vurderet til 195,6 ved at anvende 2,9% i stedet for de oprindelige 2,0%. Finairs leasingforpligtelser ultimo 2011 var imidlertid 210,4. Endvidere var Finairs aktuelle leasingydelse i 2011 69,9, frem for de 'forventede' 70,2 (se ovenfor). Den forskel afspejler et beskedent fald i Finairs leasingaftaler på 0,3 ($69,9 - 70,2$). Samlet indikerer disse forskelle, at Finair har forøget dens leasede flykapacitet med 14,5 ($[210,4 - 195,6] + [69,9 - 70,2]$). Finairs langfristede materielle aktiver og finansielle forpligtelser øges derfor med 14,5 i løbet af 2011.
3. Afspejl ændringen i værdien af de leasede aktiver og omkostningen fra afskrivningen i løbet af året. Afskrivningen i 2011 er afskrivningsraten ($1/7$) multipliceret med værdien af de leasede aktiver primo året (265,4) tillagt afskrivning på stigningen i leasede aktiver i 2011 (14,5) forholdsmæssigt over året. Afskrivningen i 2011 er derfor 39,0 $[265,4/7 + 0,5(14,5/7)]$.
4. Tilbagefør leasingydelsen i resultatopgørelsen inkluderet i andre driftsomkostninger. Som tidligere nævnt er leasingydelsen lig det beløb Finair i 2011 betalte til leasinggiver. Når leasingforpligtelsen indregnes på balancen skal leasingydelsen behandles som summen af renter og afdrag fremfor at blive indregnet som en driftsomkostning.

5. Opsplit leasingydelsen i renteomkostninger og afdrag på finansielle forpligtelser. Den andel, der er vist som renteomkostninger er rentesatsen (2,9 pct.) multipliceret med gælden primo (265,4) plus renter på stigningen i leasingforpligtelsen for 2011 (14,5) forholdsmæssigt over året.

Renteomkostningen for 2011 er derfor 7,9 $[(0,029 \times 265,4) + (0,5 \times 0,029 \times 14,5)]$. Afdraget på finansielle forpligtelser er det overskydende af den samlede leasing ydelse 62,0 (69,9 – 7,9).

6. Fortag de nødvendige ændringer til den udskudte skat for at afspejle forskelle i overskud under finansiell og operationel leasing. Finairs omkostninger ved den finansielle leasingmetode er 46,9 (39,0 i afskrivninger og 7,9 i renteomkostninger) modsat de 69,9 under operationel leasing. Finair vil ikke ændre den skattemæssige værdi, men for den finansielle rapportering vil Finair vise højere overskud før skat og dermed en højere skatteomkostning grundet udskudt skat. Givet en selskabsskatteprocent på 26 pct. vil årets skatteomkostning stige med 6,0 $(0,26 \times [69,9 - 46,9])$ og den udskudte skat vil stige med samme beløb.

Sammenfattede er korrektioner til Finnairs reformulerede balance (og resultatopgørelse) i 2010 og 2011 som følger (hvor (1) til (6) henviser til punkterne ovenfor):

<i>Mio. €</i>	Korrektioner		Korrektioner	
	dec-10		dec-11	
Balance	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver
Langfristede materielle aktiver:				
Initiel kapitalisering	+ 265,4 (1)		+ 265,4 (1)	
Nye leasingaftaler			+ 14,5 (2)	
Årlig afskrivning			- 39,0 (3)	
Finansielle forpligtelser:				
Initiel leasingforpligtelse		+ 265,4 (1)		+ 265,4 (1)
Nye leasingaftaler				+ 14,5 (2)
Afdrag				- 62,0 (5)
Udskudt skat				+ 6,0 (6)
Egenkapital				+ 17,0 (6)
Resultatopgølse				
Andre driftsomkostninger				+ 69,9 (4)
Afskrivninger				- 39,0 (3)
Renteomkostninger				- 7,9 (5)
Skat af årets resultat				- 6,0 (6)
				+ 17,0 (6)

Ofte vil analytiker erfare, at de nødvendige oplysninger ikke er til stede, hvilket gør det vanskeligt (umuligt) at foretage de nødvendige korrektioner. For eksempel er det ikke ualmindeligt, at virksomheder klumper beløbene for år 2-5 sammen i ét beløb. I andre tilfælde oplyser virksomheden ikke om årets indregnede leasingydelse i resultatopgørelsen.

s. 212

2. Finansiell gearing (FGEAR) = $\frac{\text{Gns. Netto finansielle forpligtelser (NFO)}}{\text{Gns. Ordinær egenkapital (EK)}}$
 (NFO) skal rettes til (NFF)

s. 231 $\text{ROE} = \text{ROIC} + [\text{FGEAR} \times (\text{RNOA} - r)]$ rettes til $\text{ROE} = \text{ROIC} + [\text{FGEAR} \times (\text{ROIC} - r)]$

s. 260 $\text{EK}_t = \text{NDA}_t - \text{NFO}_t$ skal rettes til $\text{EK}_t = \text{NDA}_t - \text{NFF}_t$

s. 261 $F = \text{NFO}_t - \Delta \text{NFO}_t$ skal rettes til $F_t = \text{NFO}_t - \Delta \text{NFF}_t$