

## Virksomhedsaktiviteter og finansielle opgørelser – en note

En virksomheds fundamentale værdi kan defineres som den diskonterede værdi af de kontantbeløb, der kan tages ud af virksomheden over dens forventede levetid. For at kunne skønne over disse kontantbeløb kræver det en forståelse for, hvorledes en virksomhed skaber værdi samt hvorledes denne værdi returneres til investorerne. I denne note tegnes et billede af virksomheden som en værdigenerator, der skaber værdi gennem at kombinere forskellige ressourcer i virksomheden med de ansattes og ledelsens ekspertise til salgbare produkter og tjenesteydelser. Noten indleder med at give et billede af virksomheden og dens investorer. Investering i virksomheder repræsenterer fordringer på virksomhedsaktiviteter, hvorfor værdiansættelse af disse fordringer må begynde med en analyse af virksomhedens underliggende aktiviteter.

En virksomhed gennemløber tusindvis af transaktioner, hvorfor der er behov for på systematisk vis af transformere den reelle økonomiske aktivitet til brugbar information, der giver investorerne mulighed for at bestemme, hvor succesfuldt ledelsen har forvalter deres ressourcer samt, hvorledes fremtiden vil tegne sig for virksomheden. Som gennemgået i bogens kapitel 4 tilvejebringer årsregnskabet denne information gennem et sæt principper og målingsmetoder, der kombineret med de finansielle opgørelser på et givent tidspunkt giver en summarisk opgørelse af virksomhedens økonomiske ressourcer og forpligtelser samt hvordan disse over tid har ændret sig som følge af virksomhedens aktiviteter. Det er vigtigt at påpege, at et givent sæt af regnskabsprincipper kan være mere eller mindre velegnet til at afspejle den økonomiske virkelighed, men det kræver, at der er et regnskabssystem til at organisere informationen, såfremt den skal være til nytte for investorerne. Det officielle årsregnskabs finansielle opgørelser afbilder som bekendt beholdninger og strømme. Vi viser, hvorledes virksomhedens finansierings-, investerings- og driftsaktiviteter kan beskrives gennem beholdninger og strømme samt at denne afbildning danner udgangspunkt for analyse af værdiskabelsen i en virksomhed. Desværre udarbejdes de finansielle opgørelser i det officielle årsregnskab ikke i en form, der klart giver det billede vi ønsker at tegne i forbindelse med værdiansættelse. For at øge fokus reformulerer vi derfor opgørelserne i kapitel 6 på en måde, der tilretter dem med virksomhedens aktiviteter. Denne reformulering tjener til at klargøre opgørelserne til analyse af rentabilitet og vækst, der følger i kapitel 7.

Det er vigtigt at fremhæve, at nærværende note primært drejer sig om design. I bogens kapitel 6 anvendes skabelonen på virkelige virksomheder, der bringer liv i analysen.

## Virksomheden og dens investorer.

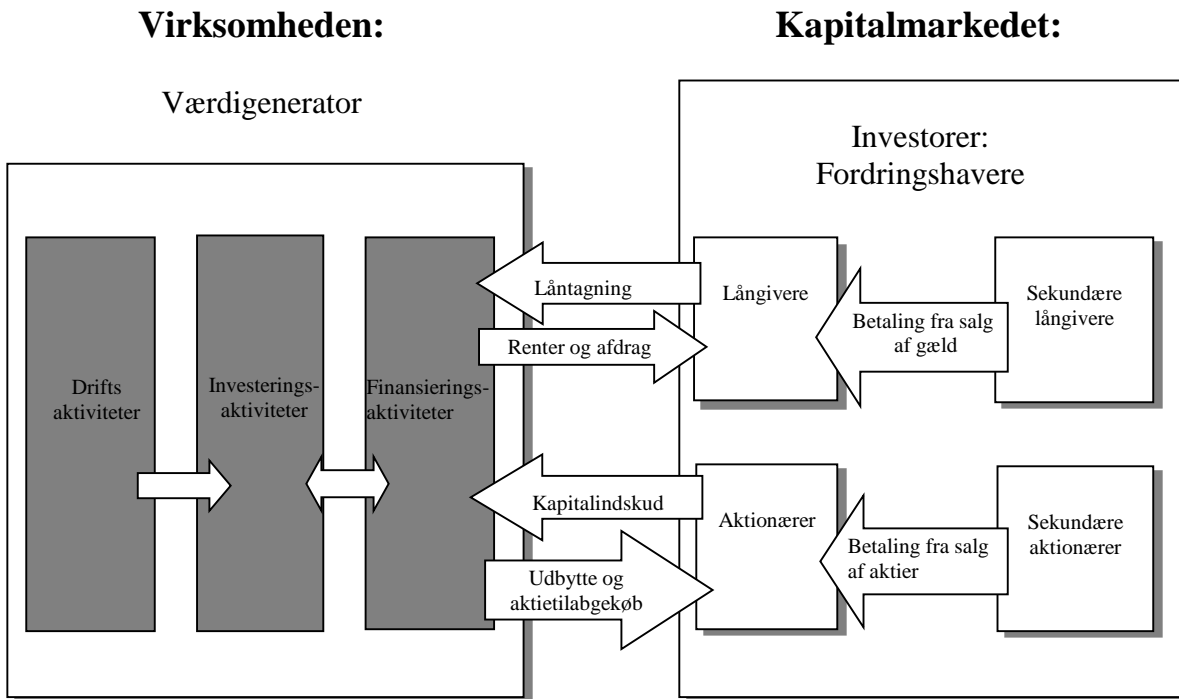
Når individer eller finansielle institutioner investerer i virksomheder giver de afkald på kontanter i håb om at modtage større betalinger fra virksomheden i fremtiden. En investering giver investoren en **fordring** på virksomheden om ret til fremtidige betalinger. Fordringen kan være en formaliseret *kontrakt* (f.eks. en låneaftale med banken), der typisk ikke er omsættelig eller et *værdipapir*, der kan handles på kapitalmarkederne (f.eks. aktier og obligationer). Fordringer på virksomheder spænder fra simpel egenkapital og gæld til mere komplicerede fordringstyper såsom konvertible obligationer, tegningsretter mv. *Egenkapital* er den vigtigste fordring, og **værdien af egenkapital** har analytikernes specielle opmærksomhed. Egenkapital repræsenterer ejernes fordring på virksomheden, og er en residualfordring i den forstand, at der først modtages betalinger efter alle øvrige fordringshavere er betalt.

Figur 1 afbilder *långivere* og *aktionærer* samt pengestrømme mellem dem og virksomheden. Långiverne (banker, realkreditinstitutter, obligationsindehavere m.fl.) yder virksomheden lån til gengæld for en fordring på betaling i form af renter og afdrag. Aktionærene tilføjer kontanter til gengæld for aktier i virksomheden, der giver dem ret til betalinger i form af udbytte eller et beløb i tilfælde af, at virksomheden tilbagekøber aktierne (aktietilbagekøb).

Når en virksomhed optager lån eller udsteder aktier sker dette via kapitalmarkedet. Kapitalmarkedet kan være en formel organiseret børs, hvor offentligt noterede virksomheder handler (som f.eks. NASDAQ OMX) eller et uformelt marked, der involverer finansielle formidlere såsom banker, ventureselskaber mv.

Fordringshaverne kan også sælge deres fordringer i kapitalmarkedet, hvis de ønsker at afhænde deres investering. I så fald sælger de til sekundære investorer og modtager som vist i figuren betaling i bytte for at give afkald på deres fordring til 'nye' investorer. Det fremgår af figuren, at betalinger til fordringshaverne både kommer fra virksomheden og fra salg af fordringer i kapitalmarkedet. For aktionærene kommer disse betalinger i form af udbytte fra virksomheden samt betalinger fra salg af aktier; enten til virksomheden i forbindelse med et tilbagekøb (hvor virksomheden tilbagekøber aktierne) eller til andre investorer på aktiemarkedet. Långivere modtager renter og tilbagebetaling af hovedstolen enten ved at virksomheden indfrier lånet førtidigt eller ved udløb eller gennem at sælge fordringen i obligationsmarkedet.

Værdien af en fordring handlet i kapitalmarkedet er baseret på de forventede betalinger, som virksomheden til syvende og sidst vil betale fordringshaveren, hvorfor virksomheden i figuren fremstilles som en *værdigenerator*. Långiverne ønsker, at der bliver skabt tilstrækkelig værdi til at dække renter og afdrag. Aktionærene, der får den tilbageværende værdi efter betaling til



**Figur 1** Virksomheden, dens fordringshavere samt kapitalmarkedet.

långiverne ønsker, at virksomhedsledelsen stræber efter at skabe mest mulig værdi for derved at øge værdien af deres fordringer.

Det gælder altid, at værdien af fordringerne tilsammen udgør *virksomhedsværdien*:

$$\text{Virksomhedsværdi} = \text{Værdi af egenkapital} + \text{Værdi af gæld} \quad (1)$$

Denne værdirelation fortæller, at den samlede værdi som virksomheden skaber, skal fordeles blandt de forskellige fordringer på denne værdi. I forbindelse med værdiansættelse kan vi vælge at værdiansætte virksomheden og opdele denne værdi blandt fordringshaverne eller vi kan vælge at værdiansætte fordringerne, hvis sum udgør værdien af virksomheden. Virksomhedsværdien benævnes ofte **enterprise value**.

## Virksomhedsaktiviteter.

Virksomheder eksisterer for at implementere specifikke mål og missioner, der er nedskrevet i en såkaldt forretningsplan, der beskriver virksomhedens vision og strategi for dens aktiviteter. Virksomhedsledelsen er ansvarlig for at anskaffe produktive og finansielle ressourcer fra ressource-

og kapitalmarkederne og anvende disse til at skabe værdi for virksomhedens aktionærer. Værdi skabes når virksomheden opnår et afkast på sine investeringer, der overstiger kapitalomkostninger. Ledelsen formulerer virksomhedens strategier for at nå dette mål og implementerer dem gennem virksomhedsaktiviteter. For at kunne vurdere værdien af virksomheden er det nødvendigt at forstå disse aktiviteter. Virksomhedsaktiviteter kan opdeles i tre brede kategorier, der er generiske for alle virksomheder: *driftsaktiviteter*, *investeringsaktiviteter* og *finansieringsaktiviteter*. Hver af disse kategorier beskrives nedenfor.

**Driftsaktiviteter.** Virksomheder skaber normalt værdi gennem at forsyne kunder med varer og tjenesteydelser, som de (forhåbentlig) betaler for. Så længe den modtagne værdi fra salget overstiger den værdi, der er medgået til at tilvejebringe varerne og tjenesteydelserne skabes der værdi. *Driftsaktiviteter er aktiviteter, som er direkte relateret til tilvejebringelsen af varer og tjenesteydelser til kunderne.* I en transportvirksomhed for eksempel er pålæsning, transport og aflæsning af varer for kunderne eksempler på driftsaktiviteter. Eventuel opmagasinering og udpakning er også driftsaktiviteter, eftersom de er en del af den samlede servicepakke, som en transportvirksomhed tilbyder sine kunder. Driftsaktiviteterne er med andre ord enhver virksomheds levebrød og de primære aktiviteter, hvorigennem virksomhedens ejere håber at opnå et afkast på deres investering.

**Investeringsaktiviteter.** Så godt som alle virksomheder må foretage investeringer i produktionskapacitet før de kan begynde at forsyne kunderne med varer og tjenesteydelser. For eksempel behøver en transportvirksomhed garageanlæg og lastbiler. *Køb og salg af økonomiske ressourcer, som tilvejebringer produktionskapacitet, benævnes investeringsaktiviteter.* Vi definerer investeringsaktiviteter med hensyn til arten af de varer og tjenesteydelser, som virksomheden er i markedet for at tilvejebringe. Såfremt virksomheden er i markedet for at sælge lastbiler, da er købet af en lastbil en driftsaktivitet. Er virksomheden imidlertid i markedet for at sælge transportydelser, da er købet af en lastbil en investeringsaktivitet, fordi den tilvejebringer den nødvendige kapacitet for at kunne transportere kundens varer.

*Fordi investeringsaktiviteterne involverer investeringer i driften er det normalt at benævne investerings- og driftsaktiviteterne samlet under ét som virksomhedens driftsaktiviteter.*

**Finansieringsaktiviteter.** En virksomhed behøver finansiering for at kunne realisere sin forretningsplan. For at kunne anskaffe de nødvendige ressourcer til at kunne udøve drifts- og investeringsaktiviteter behøver virksomheden kapital. Virksomhedens ejere tilvejebringer startkapitalen

i håb om, at virksomheden vil afkaste et konkurrencedygtigt afkast på deres investering. Såfremt en virksomhed udelukkende var finansieret med egenkapital og med det samme udbetalte hele den skabte nettopengestrøm fra dens drifts- og investeringsaktiviteter tilbage til ejerne, vil finansieringsaktiviteterne bestå af disse simple transaktioner mellem virksomheden og dens ejere. I praksis benytter virksomheder sig imidlertid af mange andre finansieringskilder herunder gæld, tegningsretter etc. Samtidig gælder, at virksomheden ikke med det samme behøver at udbetale hele den skabte nettopengestrøm fra dens drifts- og investeringsaktiviteter, men kan vælge at investere dele af beløbet i finansielle aktiver såsom statsobligationer m.v. Finansieringsaktiviteter inkluderer alle sådanne transaktioner.

Adskillelsen mellem finansieringsaktiviteter og driftsaktiviteter er vigtig for analytiker, fordi finansieringsaktiviteterne (typisk) ikke skaber værdi, medens driftsaktiviteterne gør. En virksomheds driftsaktiviteter involverer transaktioner i produkt- og faktormarkedene gennem at handle med kunder og leverandører, mens finansieringsaktiviteter involverer transaktioner i kapitalmarkedene for at rejse kapital til brug i driften og tilbagebetale investorer. Finansieringsaktiviteterne skaber ikke værdi, idet udstedelse og amortisering af obligationer til markedsværdi, udstedelse og tilbagekøb af aktier til markedsværdi samt betaling af renter og udbytter er aktiviteter med en nutidsværdi på nul.<sup>1</sup> Desværre foretager de officielle finansielle opgørelser ikke en klar adskillelse med drifts- og finansieringsaktiviteter, hvorfor analytiker ikke kan få et klart billede af virksomhedens værdiskabelse.

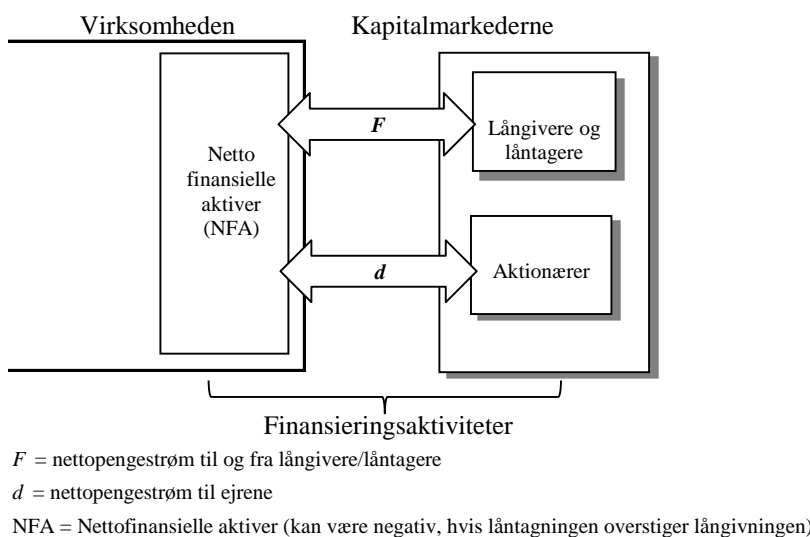
En forståelse for disse virksomhedsaktiviteter er grundlæggende for at kunne forstå værdiskabelsen i en virksomhed. I figur 1 ovenfor blev disse aktiviteter afbilledet som ugenomsigtige vinduer i figuren. Da analytikere og investorer ikke kan se, hvad som finder sted inde i virksomheden - med mindre de er deltagende ejere, forlader de sig på, at årsregnskabets finansielle opgørelser skal afsløre værdiskabelsen. Så udover at forstå, hvorledes en virksomhed skaber værdi er det nødvendigt at forstå, hvorledes ovenstående aktiviteter afsløres (eller ikke afsløres) i de finansielle opgørelser. Det er værd at gentage, at vores mål er at forstå og skønne over en virksomheds økonomiske aktivitet over tid, så vi kan bestemme dens værdi.

---

<sup>1</sup> Undtagelser forefindes selvfølgelig: ledelsen kan opfatte markedsprisen på obligationer eller aktier som værende forkert prisfastsat og værd af handle med. Imidlertid er virksomheder typisk ikke i markedet for at handle med deres gældsinstrumenter eller aktier.

## Virksomhedsaktiviteter og pengestrømme

I figur 1 ovenfor afbillede vi transaktioner mellem virksomheden og dens aktionærer og långivere. Virksomheden blev imidlertid efterladt som en black box, hvorfor formålet nedenfor er at åbne boksen. Figur 2 begynder med at udfylde billedet og færdiggøres i figur 3 og figur 4. Figur 2 er lig med figur 1 ovenfor, hvor pengestrømme til og fra virksomheden og dens långivere og aktionærer er afbildet. Pengestrømmene til og fra långiverne og virksomheden er blevet reduceret til en netto pengestrøm, *netto gældsfinansieringspengestrøm*, benævnt  $F$  i figuren. Det er en netto pengestrøm til långivere, hvilket dækker over betalinger til långivere i form af renter og afdrag fratrukket provenu fra låntagning. Tilsvarende dækker *nettodividende til ejerne* ( $d$  i figuren) over betalinger til ejerne i form af udbytte og aktietilbagekøb fratrukket beløb indbetalt ved kontantindskud. Transaktioner mellem disse fordringshavere og virksomheden udgør



**Figur 2** Pengestrømme mellem virksomheden og fordringshavere i kapitalmarkedet.

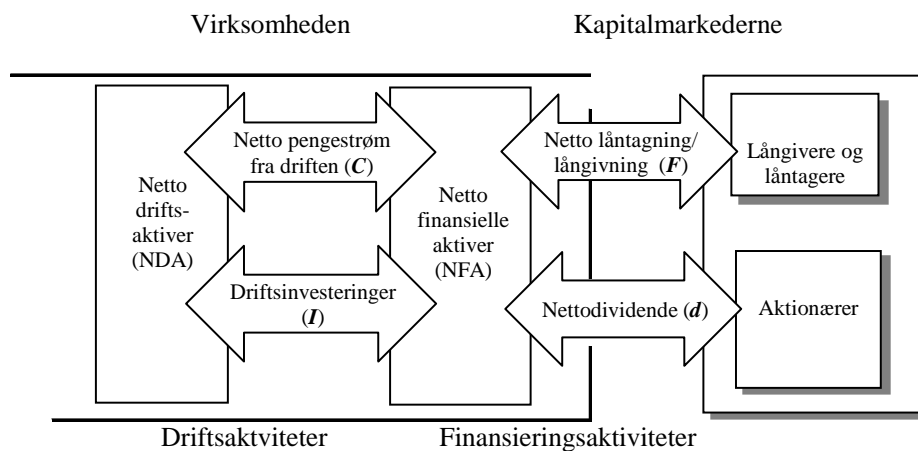
virksomhedens *finansieringsaktiviteter* – gæld- og egenkapitalfinansiering – og finder sted i kapitalmarkedet, hvor virksomheden og fordringshaverne handler.

Ved virksomhedens etablering får den tilført kontanter fra ejerne i form af et kapitalindskud. Kontanter er et ikke-produktivt aktiv så frem til det tidspunkt, hvor ledelsen anskaffer ressourcer til produktion 'sættes de på rente' gennem at investere dem midlertidigt i obligationer eller andre rentebærende aktiver, benævnt **finansielle aktiver** (FA). Finansielle aktiver købes på kapitalmarkedet fra udstedere af obligationer (f.eks. staten, realkreditinstitutter eller andre virksomheder) og andre rentebærende fordringer (f.eks. indskudskonti i banker). Køb af finansielle

aktiver er ligesom udstedelse af gæld en finansieringsaktivitet. Der er tale om långivning snarere end låntagning, men begge aktiviteter beløber sig til at købe eller sælge finansielle fordringer i kapitalmarkedet. En virksomhed optræder som långiver, når den har overskydende likviditet, som den køber finansielle aktiver for; mens den optræder som låntager, når den har behov for likviditet, og optager gæld. I det første tilfælde holder virksomheden finansielle aktiver, og modtager indbetalinger i form af renter og afdrag. I det andet tilfælde holder virksomheden **finansielle forpligtelser** (FF), og foretager udbetalinger i form af renter og afdrag. I det første tilfælde udgøres netto pengestrømmen,  $F$ , af udbetalinger til køb af finansielle aktiver fratrukket modtagne betalinger fra at holde/afhænde investeringerne. I det andet tilfælde består netto pengestrømmen,  $F$ , af indbetalinger fra lånoptagning fratrukket beløb udbetalt til långiverne.

Virksomheder optræder ofte i rollen som långiver og låntager på samme tid, hvorfor de på et givent tidspunkt holder både finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Er de finansielle aktiver større end de finansielle forpligtelser, holder virksomheder *netto finansielle aktiver*, som vist i figuren. Gør det modsatte sig gældende holder virksomheden *netto finansielle forpligtelser*. Tilsvarende er den samlede nettopengestrøm fra virksomhedens låntagnings- og långivningsaktiviteter ( $F$ ) en nettopengestrøm fra disse aktiviteter

Figur 3 færdiggør billedet af pengestrømmene. Virksomheder er normalt ikke i 'markedet' for primært at investere i finansielle aktiver, men holder kun finansielle aktiver midlertidig for at placere overskydende likviditet. De anvender den tilførte kapital til at investere i **driftsaktiver** - bygninger, maskiner, varelager, patenter etc. – til brug for produktion. For at kunne investere i driftsaktiver sælger virksomheden finansielle aktiver (eller optager gæld) og anvender provenuet til at købe driftsaktiver.



**Figur 3** Pengestrømme til og fra fordringshavere og pengestrømme inden for virksomheden

Køb af driftsaktiver vedrører virksomhedens *investeringsaktiviteter*, og de involverede pengestrømme er *pengestrømme fra investeringsaktiviteter* angivet som *I* i figuren. I figuren går pilen begge veje, fordi virksomheden også kan sælge driftsaktiver (frasalg af en division, maskine etc.) og købe finansielle aktiver for provenuet. De anskaffede driftsaktiver kombineres med rå- og hjælpematerialer samt arbejdskraft og transformeres til salgbare varer og tjenesteydelser, der videresælges til kunderne. Brugen af driftsaktiver til at producere og sælge varer og tjenesteydelser vedrører virksomhedens *driftsaktiviteter*. Er driften succesfuld genererer den en positiv nettopengestrøm (indbetalinger fra salg fratrukket udbetalinger til ansatte, leverandører, husleje mv.), og benævnes *nettopengestrøm fra driften*, *C*. Denne nettopengestrøm placeres i finansielle aktiver eller bruges til at nedbringe gæld. Cirklen forsætter i det uendelige. Penge skabt via driften ligger ikke og 'flyder', men placeres i finansielle aktiver for at indtjene renter frem til det tidspunkt, hvor virksomheden har behov for likviditet. Når behovet melder sig, sælger virksomheden finansielle aktiver og provenuet investeres i driften. Bemærk, at udtrykket 'investeringsaktivitet' betyder investering i driftsaktiver - ikke i finansielle aktiver, idet investering i driftsaktiver involverer et forudgående salg af finansielle aktiver.

Pengestrømme fra driftsaktivitet og pengestrømme fra investeringsaktivitet blev introduceret i kapitel 4. Vi kan nu fremsætte en meget vigtig regnskabsrelation kendt som '*kapitalskabelses/anvendelsesligningen*'. De fire pengestrømme i figur 3 overholder altid ligningen:

$$\begin{aligned} \text{Frit cash flow} &= \text{Netto udbetalinger til ejerne} \\ &+ \text{netto betalinger til/fra obligationsindehavere og udstedere} \end{aligned}$$

$$C - I = F + d \tag{2}$$

Relationen viser, at pengestrømme fra driften fratrukket pengestrømme investeringer i driften altid er lig netto udbetalinger til ejere og fordringshavere på gæld. Ligningens venstre side,  $C - I$ , er det frie cash flow (FCF). Såfremt driften skaber flere likvider end der investeres for, er det frie cash flow positivt og vice versa. Et positivt frit cash flow placeres enten i finansielle aktiver ( $F$ ) eller udbetales til ejerne ( $d$ ). Et negativt frit cash flow kræver, at virksomheden optager lån (negativ  $F$ ) eller udsteder aktier (negativ  $d$ ) for at imødekomme likviditetsbehovet.

Det er nu let at se, hvorfor en virksomhed har finansielle forpligtelser frem for finansielle aktiver (hvilket ofte er tilfældet). Finansielle forpligtelser er bare negative finansielle aktiver. Ifald det frie cash flow er negativt, kan virksomheden sælge finansielle aktiver; sælges alle de finansielle aktiver og virksomheden vælger ikke at reducere dens udbetalinger til ejerne, er den nødsaget til at optage gæld for at dække likviditetsbehovet. I så fald vil virksomheden holde net-



to finansielle forpligtelser frem for netto finansielle aktiver. Er det frie cash flow positivt - og netto udbetalinger til ejerne holdes konstant - køber virksomheden andres obligationer eller tilbagekøber egne udstedte obligationer (indløser dem) for pengene. Køb og salg af andres eller egne rentebærende fordringer (obligationer) vedrører virksomhedens *gældsfinansieringsaktiviteter*. Disse transaktioner sker typisk gennem en bank (hvor virksomheden har et lån eller et rentebærende indskud), men du kan begrebsmæssigt opfatte det som om virksomheden handler med obligationer. Set i dette lys vil virksomheden være nødsaget til at dække ethvert beløb den ønsker at udbetale til sine ejere. Derudover skaber finansielle aktiver (finansielle forpligtelser) renteindbetalinger (renteudbetalinger). Dette leder frem til *finansdirektørens regel*:

Såfremt  $C - I - i > d$ , køb andres obligationer eller tilbagekøb egne obligationer

Såfremt  $C - I - i < d$ , optag lån eller sælg finansielle aktiver

hvor  $i$  er netto renteudbetalinger efter skat [(renteudbetalinger – renteindbetalinger) x (1-selskabsskatteprocent)]. See boks 1.

## Boks 1

### Anvendelse af finansdirektørens regel: Lundbeck og Rockwool

#### Lundbeck: Positivt frit cash flow

I 2010 genererede Lundbeck 2.509 mio. kr. i frit cash flow og udbetalte netto renteudbetalinger (efter skat) på 59 mio. kr. Lundbeck udbetalte 602 mio. kr. i udbytte, hvilket efterlod 1.848 mio. kr., som Lundbeck netto købte finansielle aktiver for.

Beregningen af finansdirektørens handel med obligationer er som følger:

Pengestrømme fra driftsaktivitet	3.324
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	<u>815</u>
Frit cash flow	2.509
Netto renteudbetalinger, efter skat	<u>59</u>
Likvider til rådighed til ejerne	2.450
Netto dividende ( <i>d</i> ):	
Udbytte	<u>602</u>
Køb af finansielle aktiver	<u>1.848</u>

#### Rockwool: Negativt frit cash flow

I 2010 genererede Rockwool 1.367 mio. kr. i likviditet fra driften, men investerede yderligere 1.412 mio. kr. i driften. Som følge heraf blev det frie cash flow negativt med 45 mio. kr. Da Rockwool netto udbetalte 242 mio. kr. til ejerne, måtte virksomheden netto sælge finansielle aktiver for 369 mio. kr.

Beregningen af finansdirektørens handel med obligationer er som følger:

Pengestrømme fra driftsaktivitet	1.367
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	<u>1.412</u>
Frit cash flow	-45
Netto renteudbetalinger, efter skat	<u>82</u>
Likvider til rådighed til ejerne	-127
Netto dividende:	
Udbytte	259
Handel med egne aktier	-17
	<u>242</u>
Netto salg af finansielle aktiver	<u>-369</u>

Da finansdirektøren skulle afdrage 77 mio. solgte han for 446 mio. finansielle aktiver

## Boks 2

### Sammendragne reformulerede pengestrømsopgørelser: Lundbeck og Rockwool

Pengestrømmene i boks 1 er sammenfattet i nedenstående reformulerede pengestrømsopgørelser (mio.kr.). Den reformulerede opgørelse adskiller pengestrømme associeret med driftsaktiviteter fra pengestrømme associeret med finansieringsaktiviteter.

	Lundbeck		Rockwool	
Pengestrøm fra driften (C)		3.324		1.367
Investeringer (I)		-815		-1.412
<b>Frit cash flow (C-I)</b>		<u>2.509</u>		<u>-45</u>
<i>Egenkapitalfinansiering (d):</i>				
Udbytte	602		259	
Handel med egne aktier	-	602	-17	242
<i>Gældsfinansiering (F):</i>				
Nettoinvestering i finansielle aktiver	288		-418	
Renteindbetalinger, efter skat	-45		-98	
Netto lånoptagning	1.560		49	
Renteudbetalinger, efter skat	104	1.907	180	-287
<b>Samlet finansiering (d+F)</b>		<u>2.509</u>		<u>-45</u>

### Den reformulerede pengestrømsopgørelse

Virksomheden holder sig ajour med pengestrømmene i pengestrømsopgørelsen. En opgørelse, der sammenfatter de fire pengestrømme figur 3 ovenfor er følgende (posten i parentes er negative beløb):

---

Pengestrømme fra driften		<i>C</i>
Investeringer i driften		<i>(I)</i>
Frit cash flow		<u><i>C - I</i></u>
<i>Egenkapitalfinansiering:</i>		
Udbytte	xx	
Køb af egne aktier	xx	
Kapitalindsud	(xx)	<i>d</i>
<i>Gældsfinansiering:</i>		
Nettoinvestering i finansielle aktiver	xx	
Renteindbetalinger (efter skat)	(xx)	
Nettolånoptagning	(xx)	
Renteudbetalinger (efter skat)	xx	<i>F</i>
<b>Samlet finansiering</b>		<u><i>d + F</i></u>

**Figur 4** Reformuleret pengestrømsopgørelse i skitseform.

Denne opgørelse er forskellig fra den lovpligtige opgørelse gennemgået i kapitel 4, men den er i tråd med finansdirektørens tankesæt, der er centret om virksomhedens finansieringsbehov. Se boks 2.

## Den reformulerede balance

Pengestrømmene i figur 4 er strømme ind og ud af beholdninger af nettoaktiver vist med bokse. For eksempel er en driftsinvestering en strøm, der reducerer beholdninger af netto finansielle aktiver og forøger beholdningen af driftsaktiver. Balancen holder sig ajour med beholdningen af finansielle aktiver og forpligtelser og rapporterer dermed virksomhedens *nettogældssætning*. Herudover holder balancen sig ajour med beholdningen af driftsaktiver. Rapporterede balancer lister aktiver og forpligtelser i form af kort- og langfristede kategorier. Denne opdeling er nyttig i forbindelse med kreditvurdering, men med fokus på værdiansættelse af aktier er vi bedre tjent med en opdeling i drifts- og finansielle aktiver samt drifts- og finansielle forpligtelser. Driftsaktiver og driftsforpligtelser er aktiver og forpligtelser, der anvendes i forbindelse med fremstilling og salg af varer og tjenesteydelser til kunder. Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er aktiver og forpligtelse, der anvendes i forbindelse med finansiering af driften. Førstnævnte involverer handel med kunder og leverandører i produkt- og faktormarkedet, mens sidstnævnte involverer transaktioner i kapitalmarkedet.

En balance der korresponderer med figur 3 ser ud som følger:

Aktiver		Passiver	
Driftsaktiver	DA	Egenkapital	EK
Finansielle aktiver	FA	Driftsforpligtelser	DF
		Finansielle forpligtelser	FF
Samlede aktiver	<u>DA+FA</u>	Samlede passiver	<u>EK+DF+FF</u>

**Figur 5** Balance i skitseform.

Som gennemgået ovenfor kan finansieringsposter være aktiver eller forpligtelser, men driftsposter kan også være positive eller negative. Såfremt de er positive benævnes de **driftsaktiver** (DA). Ifald de er negative benævnes de **driftsforpligtelser** (DF). Et tilgodehavende fra salg er et driftsaktiv, fordi det opstår fra at sælge på kredit som et led i driften. Leverandørgæld er en driftsforpligtelse, fordi den opstår fra at købe varer på kredit som et led i driften. Det samme

gælder for skyldige løn og andre periodiserede omkostninger. For at adskille drifts- og finansieringsaktiviteten hjælper det at omgruppere disse poster i balancen:

<b>Driftsaktiver</b>		<b>Egenkapital og finansielle forpligtelser</b>	
Driftsaktiver	DA	Egenkapital	EK
Driftsforpligtelser	(DF)	Finansielle forpligtelser	FF
		Finansielle aktiver	(FA)
		Netto finansielle forpligtelser	NFF
Netto driftsaktiver	<u>NDA</u>		<u>EK + NFF</u>

**Figur 5** Den reformulerede balance i skitseform

Bemærk følgende relationer:

$$\text{Netto driftsaktiver (NDA)} = \text{DA} - \text{DF}$$

$$\text{Netto finansielle aktiver (NFA)} = \text{FA} - \text{FF}$$

$$\text{Egenkapital (EK)} = \text{NDA} + \text{NFF}$$

Normalt er NFA negativ, hvorfor der er tale om netto finansielle forpligtelser (NFF):

$$\text{EK} = \text{NDA} - \text{NFF}$$

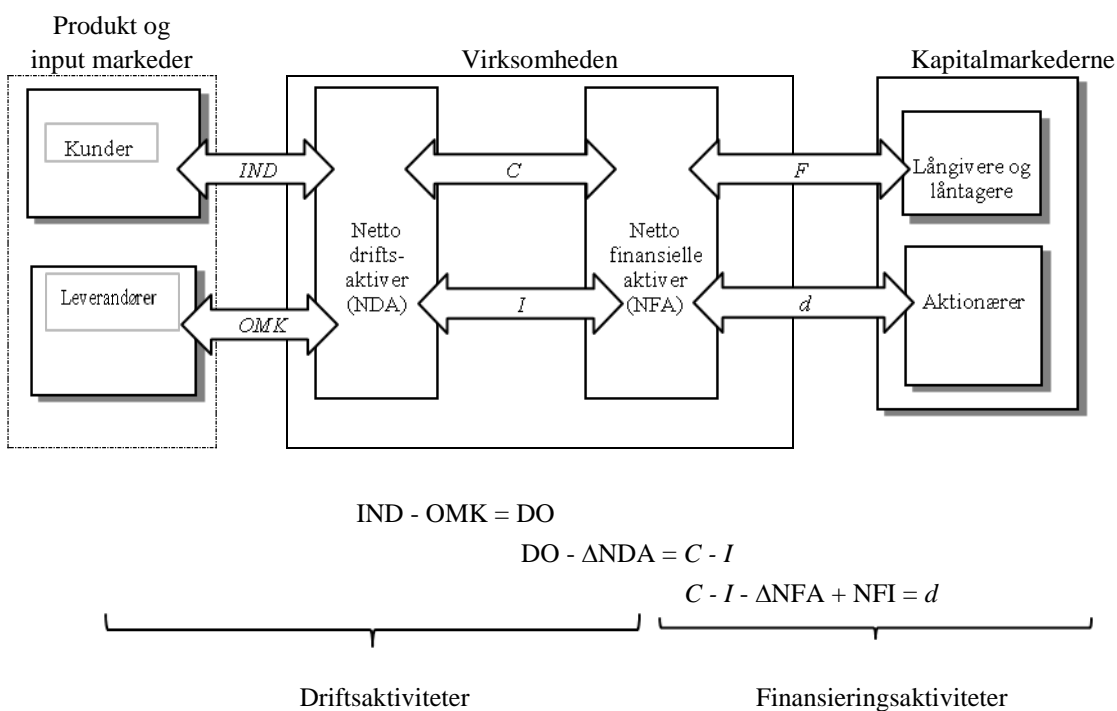
Forskellen mellem driftsaktiver og driftsforpligtelser er *netto driftsaktiver* (NDA)<sup>2</sup>, hvilket også benævnes investeret kapital. Forskellen mellem finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er *netto finansielle aktiver* (NFA). Såfremt NFA er negativ er der tale om *netto finansielle forpligtelser* (NFF), som vist i figur 5. Ifald NFA er positiv placeres det på balancens venstre side. De sidste to identiteter gentager balanceligningen (aktiver – forpligtelser = egenkapital) i form at to netto beholdninger for drifts- og finansielle aktiviteter. Egenkapitalen opfattes som en investering i netto driftsaktiver og netto finansielle aktiver, og netto finansielle aktiver kan være negative.

<sup>2</sup> Netto driftsaktiver benævnes også 'investeret kapital'. Netto driftsaktiver kan yderligere opdeles i anlægskapital og arbejdskapital som i lærebogen, men det ser vi bort fra her for ikke at komplicere tingene.

## Virksomhedsaktiviteter: Alle strømme og beholdninger

Billedet i figur 3 er ikke fuldstændigt: hvordan passer resultatopgørelsen ind? Erindrer, at virksomheder rejser kapital fra kapitalmarkederne for at investere i finansielle aktiver, der herefter forvandles til driftsaktiver. Disse driftsaktiver anvendes i driften. Dette involverer køb af input fra leverandører (af arbejdskraft, råvarer etc.), der sammen med netto driftsaktiverne (såsom bygninger, produktionsudstyr) anvendes til at producere varer og tjenesteydelser, der videresælges til kunder. Finansieringsaktiviteter involverer handel i kapitalmarkederne. *Driftsaktiviteter* involverer handel med kunder og leverandører i *produkt- og faktormarkederne*. Figur 6 færdiggør billedet.

Handel med leverandører medfører afståelse af ressourcer og dette værditab benævnes **driftsomkostninger** (OMK i figuren). De indkøbte varer har værdi, fordi de kan kombineres med driftsaktiver til at fremstille varer og tjenesteydelser. Disse varer og tjenesteydelser sælges til kunder for at opnå **driftsindtægter** eller tilgæet værdi (IND i figuren). Forskellen mellem driftsindtægter og driftsomkostninger benævnes **driftsoverskud**:  $DO = IND - OMK$ . Er virksomheden succesfuld er driftsoverskuddet positivt: virksomheden tilfører værdi. Er den ikke succesfuld er driftsoverskuddet negativt: virksomheden taber værdi.



**Figur 6** Alle strømme og beholdninger for en virksomhed

Figur 6 afbilder de involverede beholdninger og strømme i for tre former for aktiviteter – finansiering-, investering- og driftsaktiviteter. Det er imidlertid normalt at referere til drifts- og investeringsaktiviteter under et som driftsaktiviteter (som i figuren), fordi investering normalt er et spørgsmål om at købe aktiver til brug i driften. Analytikeren skelner mellem driftsaktiviteter (hvilket inkluderer investeringsaktiviteter) og finansieringsaktiviteter (som i figuren).

## Den reformulerede resultatopgørelse

Resultatopgørelsen opsummerer driftsaktiviteterne og rapporterer overskuddet eller underskuddet fra driften. Driftsoverskuddet kombineres med indtægter og omkostninger fra finansieringsaktiviteterne for at give den samlede værditilvækst til ejerne, totalindkomsten eller nettooverskuddet. Både driftsoverskuddet og netto finansielle omkostninger er efter skat. Kapitel 6 viser, hvorledes disse beløb beregnes på efter skat basis. Driftsindtægter og driftsomkostninger er ikke pengestrømme. De er mål for indgående værdi og udgående værdi, som fastlagt af regnskabspraksis. For at fange værdien tillægger regnskabsføreren periodiseringer til pengestrømme. Tilsvarende gælder, at finansielle indtægter (FI) og finansielle omkostninger (FO) er ikke nødvendigvis pengestrømme. Som det er tilfældet med driftsoverskuddet bestemmer virksomheden, hvilke finansielle indtægter og omkostninger, der skal periodiseres.

Driftsindtægter		IND
Driftsomkostninger		<u>OMK</u>
Driftsoverskud		DO
Finansielle omkostninger	FO	
Finansielle indtægter	<u>FI</u>	
Netto finansielle omkostninger		<u>NFO</u>
		<u>Nettooverskud</u>

**Figur 7** Den reformulerede resultatopgørelse i skitseform.

En renteudbetaling (kuponrente) på en obligation solgt med kurstab for eksempel repræsenterer ikke de effektive låneomkostninger, hvorfor virksomheden gør brug af den effektive rentes metode til at korrigere kontantbeløbet. Netto beløbet af effektive renteindtægter (på finansielle aktiver) og de effektive finansielle omkostninger (på finansielle forpligtelser) benævnes **netto finan-**

**sielle indtægter** (NFI) eller såfremt de finansielle omkostninger er større end de finansielle indtægter, **netto finansielle omkostninger** (NFO).

## **Regnskabsrelationer der styrer de reformulerede opgørelser.**

Vi har nu tre reformulerede opgørelser. På samme måde som de officielle opgørelser er styret af regnskabsrelationer, som det blev vist i kapitel 4, er de reformulerede opgørelser også styret af regnskabsrelationer. Pengestrømsopgørelser og resultatopgørelsen er opgørelser over strømme for en periode – driftsstrømme og finansieringsstrømme – og balancen er en beholdningsopgørelse – drifts- og finansielle beholdninger – i slutningen af perioden. Strømmene i løbet af en periode flyder ind og ud af beholdningerne, som vist i figuren, hvorfor ændringerne i beholdningerne kan forklares med strømmene.

Strømmene og ændringerne i beholdningerne er knyttet sammen i bunden af i figur 6. Disse forbindelser mellem beholdninger og strømme er regnskabsrelationer. Regnskabsrelationer styrer ikke alene opgørelsens form – hvorledes forskellige komponenter relaterer sig til hinanden – men de beskriver også, hvad som driver hver komponent. Regnskabsanalyse er et spørgsmål om, hvad der driver finansielle opgørelser, hvad som driver overskud og bogførte værdier.

## **Skabelse og anvendelse af frit cash flow.**

Frit cash flow skabes af pengestrømme fra driften ( $C$ ) fratrukket investeringer i driften ( $I$ ), men vi kan også afbilde skabelsen af det frie cash flow i fra perioderegnskabet resultatopgørelse og balance. Hvis vi bevæger os til venstre i figur 6 kan vi se, hvorledes det frie cash flow skabes:

$$\begin{aligned} \text{Frit cash flow} &= \text{Driftsoverskud} - \text{ændring i netto driftsaktiver} & (3) \\ C - I &= DO - \Delta NDA \end{aligned}$$

Hvor det græske delta,  $\Delta$ , indikerer ændringer. Driften skaber et driftsoverskud, og det frie cash flow er en del af det driftsoverskud, der er tilbage efter en del af det er geninvesteret i netto driftsaktiver. I en vis forstand er det frie cash flow en 'dividende fra driftsaktiviteten' nemlig en pengestrøm fra driftsoverskuddet efter en del er tilbageholdt og investeret i driften. Såfremt inve-



stering i NDA er større end driftsoverskuddet er det frie cash flow negativt og en tilførsel af likvider til driften er nødvendig.

Højresiden i figuren forklarer anvendelsen af det frie cash flow:

$$\begin{aligned}\text{Frit cash flow} &= \text{Ændring i netto finansielle aktiver} \\ &\quad - \text{netto finansielle indtægter} \\ &\quad + \text{netto dividende} \\ C - I &= \Delta\text{NFA} - \text{NFI} + d\end{aligned}\tag{4a}$$

Det vil sige, at det frie cash flow anvendes til at betale netto dividende mens det overskydende beløb investeres i netto finansielle aktiver sammen med netto finansielle indtægter. Såfremt virksomheden har netto finansielle forpligtelser

$$\begin{aligned}\text{Frit cash flow} &= \text{Netto finansielle omkostninger} \\ &\quad - \text{ændring i netto finansielle forpligtelser} \\ &\quad + \text{netto dividende} \\ C - I &= \text{NFO} - \Delta\text{NFO} + d\end{aligned}\tag{4b}$$

Det vil sige det frie cash anvendes til at betale netto finansielle omkostninger, reducere netto låntagningen samt udbetalte netto dividende.

## Drivere bag dividender

Følges hele notationen fra venstre med højre i bunden af figur 6, ser du hvorledes den værdi, der er skabt i produkt- og faktormarkedene og bogført i de finansielle opgørelsen flyder igennem til den endelige dividende til aktionærene: driften skaber værdi (driftsoverskud), der investeres i netto driftsaktiver; overskydende (eller 'fri') likviditet fra driften investeres i finansielle aktiver, der afkaster finansielle indtægter; og finansielle aktiver afhændes for at udbetale dividende. Såfremt driften behøver kapital (negativt frit cash flow) afhændes finansielle aktiver eller finansielle forpligtelser øges gennem låntagning. Alternativt indskyder aktionærene kapital (en negativ dividende), der midlertidig placeres i finansielle aktiver indtil behovet for at dække det negative frit cash flow melder sig.

Den sidste pointe omkring dividendeskabelsen er givet ved regnskabsrelationen til højre i figur 6:

$$\begin{aligned}
\text{Netto dividende} &= \text{Frit cash flow} \\
&+ \text{netto finansielle indtægter} \\
&- \text{ændring i netto finansielle aktiver} \quad (5a) \\
d &= C - I + \text{NFI} - \Delta\text{NFA}
\end{aligned}$$

hvilket er en omskrivning af relationen for det frie cash flow (4a). Det vil sige, dividender udbetales ud af det frie cash flow og renter indtjent på finansielle aktiver og gennem at sælge finansielle aktiver. Ifald det frie cash flow ikke er tilstrækkelig til at dække udbetalingen af dividende sælges finansielle aktiver (eller der optages gæld) for at kunne udbetale dividende.

Såfremt virksomheden holder netto finansielle forpligtelser:

$$\begin{aligned}
\text{Netto dividende} &= \text{Frit cash flow} \\
&- \text{netto finansielle omkostninger} \\
&+ \text{ændring i netto finansielle forpligtelser} \quad (5b) \\
d &= C - I - \text{NFO} + \Delta\text{NFO}
\end{aligned}$$

hvilket er en omskrivning af relationen for det frie cash flow (4b), hvor dividende skabes fra det frie cash flow efter påløbne netto renteomkostninger samt fra øget låntagning. Du kan se, hvorfor dividende (i det mindste på kort sigt) ikke nødvendigvis er en god indikator for en virksomheds værdiskabelse: en virksomhed kan låne for at udbetale dividende (på kort sigt). Dividenden i ovenstående relationer er netto dividende, idet der finder et kapitalindskud fra aktionærerne sted, såfremt det frie cash flow efter netto renter er mindre end nettolåntagningen.

### **Drivere bag netto driftsaktiver og nettogældssætningen.**

Gennem at omskrive disse regnskabsrelationer kan vi forklare ændringer i balancen. Fra ligning 3:

$$\begin{aligned}
\text{Netto driftsaktiver (ultimo)} &= \text{Netto driftsaktiver (primo)} \quad (6) \\
&+ \text{driftsoverskud} \\
&- \text{frit cash flow} \\
\text{NDA}_t &= \text{NDA}_{t-1} + \text{DO}_t - (C_t - I_t)
\end{aligned}$$

eller

Ændring i netto driftsaktiver = Driftsoverskud – frit cash flow

$$\Delta NDA_t = DO_t - (C_t - I_t)$$

Driftsoverskud er værditilvækst fra driften og den værdi leder til en stigning i netto driftsaktiver. For eksempel vil et salg på kredit lede til en stigning i både driftsindtægter og driftsaktiver (tilgodehavende); og køb af varer på kredit leder til en samtidig stigning i både driftsomkostninger og driftsforpligtelser (leverandørgæld). Det frie cash flow reducerer netto driftsaktiver eftersom likvider fra driften placeres i finansielle aktiver. Gennem at udtrykke ændringen i NDA som  $\Delta NDA = DO - C + I$  fremgår det, at driftsoverskuddet og investeringer øger NDA og NDA reduceres med pengestrømme fra driften, som investeres i netto finansielle aktiver.

Tilsvarende gælder, at ændringen i netto finansielle aktiver bestemmes af indtægter fra netto finansielle aktiver og det frie cash flow sammen med netto dividende:

$$\begin{aligned} \text{Netto finansielle aktiver (ultimo)} &= \text{Netto finansielle aktiver (primo)} \\ &+ \text{netto finansielle indtægter} \\ &+ \text{frit cash flow} \\ &- \text{netto dividende} \end{aligned} \tag{7a}$$

$$NFA_t = NFA_{t-1} + NFI_t + (C_t - I_t) - d_t$$

eller

Ændring i netto finansielle aktiver = Netto finansielle indtægter

+ frit cash flow

– netto dividende

$$\Delta NFA_t = NFI_t + (C_t - I_t) - d_t$$

De indtjente netto finansielle indtægter på netto finansielle aktiver tilføjes disse aktiver, det frie cash flow leder til en stigning i aktiverne (idet pengestrømmene fra driften investeres i finansielle aktiver) og disse aktiver nedbringes for at udbetale dividende. Såfremt virksomheden holder netto finansielle forpligtelser frem for netto finansielle aktiver :

$$\text{Netto finansielle forpligtelser (ultimo)} = \text{Netto finansielle forpligtelser (primo)}$$

$$\begin{aligned}
& + \text{netto finansielle omkostninger} \\
& - \text{frit cash flow} \\
& + \text{netto dividende}
\end{aligned}
\tag{7b}$$

$$NFF_t = NFF_{t-1} + NFO_t - (C_t - I_t) + d_t$$

eller

$$\begin{aligned}
\text{Ændring i netto finansielle forpligtelser} &= \text{Netto finansielle omkostninger} \\
&- \text{frit cash flow} \\
&+ \text{netto dividende}
\end{aligned}$$

$$\Delta NFF_t = NFO_t - (C_t - I_t) + d_t$$

Det vil sige, rentebærende forpligtelser øger nettogældssætningen, det frie cash flow reducerer den og virksomheden må låne for at kunne finansiere udbetalingen af netto dividende.

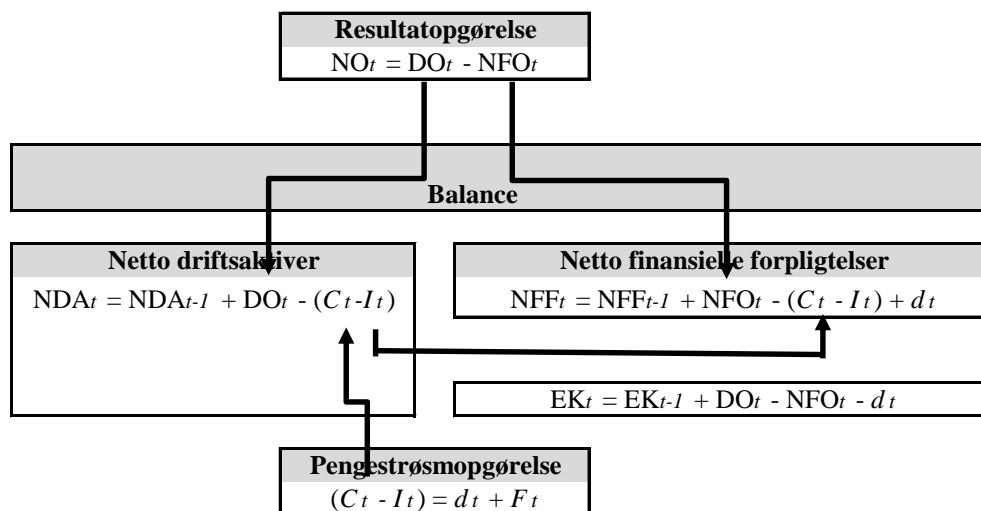
Erindrer, at disse regnskabsrelationer fortæller, hvad der driver de forskellige aspekter ved de reformulerede opgørelser. Netto driftsaktiver er drevet af driftsoverskud og reduceres med det frie cash flow ifølge ligning 6. Udtrykt anderledes forøges NDA med driftsindtægter og reduceres med driftsomkostninger; forøges med investeringer og reduceres med pengestrømme fra driften, som ikke 'ligger og flyder', men investeres i finansielle aktiver. Sammenhængene for netto finansielle aktiver og forpligtelser i ligning 7a og 7b forklarer, hvad som fastlægger låntagnings- og udlånsbehovet.

## **Trådene samles: Hvad skaber værdi for aktionærene?**

Figur 8 viser hvorledes de reformulerede opgørelser hænger sammen (artikulerer). Den sammenlignende balance i midten rapporterer ændringen i netto driftsaktiver, netto finansielle forpligtelser og egenkapitalen for perioden. Disse ændringer forklares gennem resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen. Driftsoverskuddet forøger netto driftsaktiver (og forøger egenkapitalen) og netto finansielle omkostninger forøger netto finansielle forpligtelser (og reducerer egenkapitalen). Det frie cash flow reducerer netto driftsaktiver samt nettogældssætningen.

Dividende udbetales ud af netto finansielle forpligtelser – gennem at likviderer finansielle aktiver – eller gennem at optage gæld. Kort fortalt sporer de finansielle opgørelser de driftsmæssige

og finansielle strømme og viser hvordan de opdaterer beholdningen af netto driftsaktiver, netto finansielle forpligtelser og (eftersom  $\Delta EK = \Delta NDA - \Delta NFF$ ) ændringen i egenkapitalen. Beholdning- og strømrelationerne for NDA og NFF (eller NFA) er lig de relationer for egenkapitalen, som blev introduceret i kapitel 4:



**Figur 8** Sammenhængen mellem de reformulerede opgørelser.

$$EK_t = EK_{t-1} + \text{Nettooverskud}_t - \text{Netto dividende}_t$$

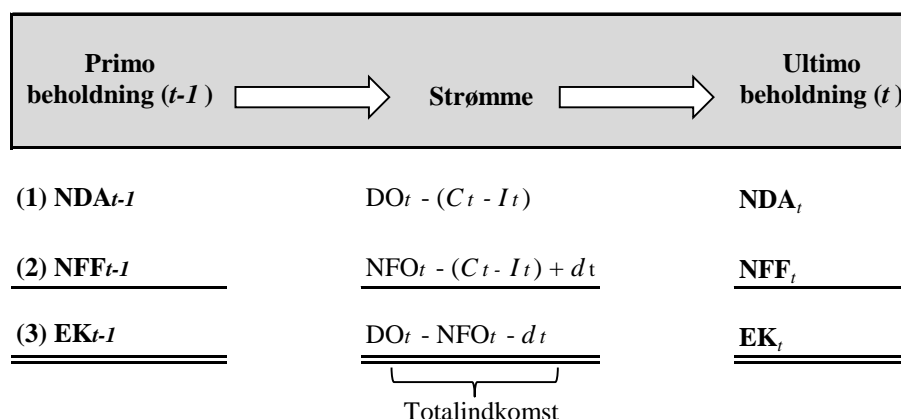
Det vil sige, at egenkapitalen er drevet af totalindkomster og reduceres med netto dividender. Udtrykkene for NDA og NFF (ligning 5 og 6b) har også en 'driver' og en 'dividende'. NDA er drevet af driftsoverskuddet og reduceret med en 'dividende', nemlig det frie cash flow som betales til finansieringsaktiviteterne. NFO er drevet af det frie cash flow stammende fra driftsaktiviteterne sammen med påløbne netto finansielle omkostninger, og de udbetaler dividende til aktionærerne.

Formålet med regnskabssystemet er at spore den værdi, der er skabt for aktionærerne. Strøm- og beholdningsligningen for egenkapitalen siger reelt: egenkapitalen er drevet af et mål for værditilvæksten, totalindkomst, og reduceret med nettoudbetalinger til aktionærerne. Men egenkapitalen er også nettototalen af beholdninger i balancen, det vil sige forskellen mellem netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser:

$$EK_t = NDA_t - NFF_t$$

Hvorfor ændringen i egenkapitalen er drevet af de drivere, der ændrer NDA og NFF. Figur 9 afbilder, hvordan egenkapitalen er genereret ud fra NDA og NFF. Linie 1 forklarer ændringen i netto driftsaktiver fra primo perioden. Linie 2 forklarer ændringen i netto finansielle forpligtelser. Linie 3 forklarer ændringen i egenkapitalen (i tilfældet med NFF). Forskellen mellem strømmene for NDA og NFF (linie 1 minus linie 2) forklarer strømmen for egenkapitalen. Ændringen i egenkapitalen er forklaret ved totalindkomst minus netto dividende, men den er også forklaret ved de strømme, der forklarer netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser.

I forklaringen af ændringen i egenkapitalen bør det bemærkes, at selvom det frie cash flow berører både NDA og NFF dropper det frie cash flow ud i forskellen mellem de to i forklaringen af ændringen i egenkapitalen: Fratræk linie 2 fra linie 1 for at få linie 3 og det frie cash flow dropper ud. Regnskabssystemet fortæller, at det frie cash flow ikke tilfører værdi til aktionærerne. Det frie cash flow er en driver for nettogældsætningen og ikke driftsaktiviteterne, og beløbet for det frie cash flow er irrelevant i fastlæggelse af værdien af egenkapitalen. I stedet gælder, at overskuddet fra driftsaktiviteterne (DO) og finansieringsaktiviteterne (NFO), der tilsammen giver nettooverskuddet leder til en stigning eller et fald i aktionærernes formue. Det frie



**Figur 9** Forklaring af ændringen i egenkapitalen ud fra ændringer i NDA og NFO

cash flow er at betragte som en 'dividende' af overskydende likviditet fra driftsaktiviteterne til finansieringsaktiviteterne og ikke et mål over værditilvæksten fra at sælge produkter og serviceydelser.

Forklaringerne på ændringerne i NDA, NFF og EK virker kun såfremt nettooverskuddet er opgjort på totalindkomstbasis. Derfor må opgørelse af driftsoverskuddet og netto finansielle omkostninger også være opgjort på totalindkomstbasis og inkludere alle relevante strømme (overskudskomponenter) i driftsoverskuddet og netto finansielle omkostninger.