

Regnskabsanalyse og Aktievurdering

Analyse af egenkapitalopgørelsen

Kapitel 9

Hvad vil du lære fra kapitlet?

- Hvordan egenkapitalopgørelsen typisk præsenteres
- Hvorfor det er nødvendigt at reformulere egenkapitalopgørelsen
- Hvad der rapporteres under 'anden totalindkomst' og hvor det rapporteres
- Hvorledes aktieoptioner resulterer i et 'skjult' tab

Den officielle egenkapitalopgørelse - Egetæpper

Egenkapitalopgørelse - 30. april 2009

Koncern

iDKK	Aktie-kapital	Reserve for valutakurs-reguleringer	Overført resultat	Foreslået udbytte	I alt	Minoritets-aktionærer	Egen-kapital i alt
Egenkapital 1. maj 2008	27.668	-151	243.310	11.067	281.894	11.660	293.554
Egenkapitalbevægelser i 2008/09							
Køb af minoritetsandel	0	0	0	0	0	-1.152	-1.152
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	0	-1.785	0	0	-1.785	0	-1.785
Nettogevinster indregnet direkte på egenkapitalen	0	-1.785	0	0	-1.785	-1.152	-2.937
Årets resultat	0	0	13.816	5.534	19.350	2.023	21.373
Totalindkomst i alt	0	-1.785	13.816	5.534	17.565	871	18.436
Udloddet udbytte	0	0	0	-11.067	-11.067	-6.958	-18.025
Udbytte egne aktier	0	0	583	0	583	0	583
Egenkapitalbevægelser i alt 2008/09	0	-1.785	14.399	-5.533	7.081	-6.087	994
Egenkapital i alt 30. april 2009	27.668	-1.936	257.709	5.534	288.975	5.573	294.548

Fra 1. jan. 2007 skal minoritetsinteresser præsenteres som en del af koncernegenkapitalen (IAS 1). Da værdiansættelsesopgaven går ud på at værdiansætte de ordinære aktier i moderselskabet, er vi kun interesseret i **moderselskabets andel af koncernegenkapitalen**

Den styrende regnskabsrelation 'The stock- and flow equation'

Bogført værdi, primo

- netto udbetalinger til ejerne Måler periodens værdidistribuering

+ totalindkomst Måler periodens værdiskabelse

Bogført værdi, ultimo

Denne relation er vigtig!!!

Egenkapitalopgørelse til analysebrug

Egenkapital primo, **ordinære aktionærer**

+ Kapitalindskud

- Aktietilbagekøb

- Udbytte

= **Nettokapitalindskud** (negativ = nettodividende *d*)

+ Årets nettooverskud

+ Anden totalindkomst

- Præferenceudbytte

= **Totalindkomst**

Egenkapital ultimo, **ordinære aktionærer**

Bemærk, at eventuel præferenceaktiekapital og minoritetsinteresser er taget ud af opgørelsen (og behandles som separate fordringer i den reformulerede balance)

Reformuleringsproces:

1. Korrigér primo og ultimosaldoen for poster, som er forkert klassificeret :

minus Præferenceegenkapital

minus Minoritetsinteresser

2. Beregn nettotransaktioner med ejerne

udbetalt udbytte + aktietilbagekøb - kapitalindskud

3. Beregn årets totalindkomst

= nettooverskud \pm anden totalindkomst

minus effekt fra regnskabsprincipændring

minus præferenceudbytte

minus minoritetsaktionærernes andel af totalindkomsten

minus 'skjulte' omkostninger

Reformuleret egenkapitalopgørelse - Egetæpper

Egenkapital 1. maj 2008		281.894
<i>Transaktioner med ejere</i>		
Udbetalt udbytte	-11.067	
Udbytte egne aktier	<u>583</u>	-10.484
 <i>Totalindkomst</i>		
Årets resultat	19.350	
Valutakursregulering	<u>-1.785</u>	17.565
 Egnekapital 30. april 2009		288.975

Dirty Surplus poster – dansk regnskabspraksis: Typiske poster

- Valutakursregulering af tilknyttede udenlandske virksomheder
- Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg
- Dagsværdiregulering finansielle instrumenter til sikring af fremtidige pengestrømme

Dirty Surplus poster – dansk regnskabspraksis

Disse skal indregnes i den reformulerede resultatopgørelse for at bringe den på totalindkomstbasis

Poster, der berører driftsoverskuddet

- * Opskrivning af materielle anlægsaktiver (IAS 16)
- * Urealiserede gevinster/tab på aktier (IFRS 9)
- * Aktuarmæssige gevinster/tab ved ydelsesbaserede pensionsordninger (IAS 19)

Poster, der berører finansielle indtægter (eller omkostninger)

- * Urealiserede gevinster/tab på obligationer (IFRS 9)

Poster, der berører driftsoverskuddet og/eller finansielle indtægter (omkostninger)

- * Valutakursomregningsgevinster/tab for selvstændige udenlandske enheder (IAS 21)
- * Urealiserede gevinster/tab på afledte sikringsinstrumenter ved sikring af fremtidige pengestrømme (IAS 39)
- * Akkumuleret effekt af ændring i regnskabspraksis og fundamentale fejl (IAS 8)
- * Skat af egenkapitalposter (IAS 12)

Poster, der kræver reklassificering

- * Deklareret udbytte (ÅRL § 48)
- * Aktiebaseret vederlæggelse (IFRS 2)

IAS 1 gældende fra 1. jan 2009

Kræver, at totalindkomsten skal præsenteres på en af to måder:

- ✓ i en samlet opgørelse (totalindkomstopgørelse), eller
- ✓ i to opgørelser: En opgørelse, der angiver elementerne i resultatet (separat resultatopgørelse) og en anden opgørelse, der begynder med resultatet og viser elementerne af den øvrige totalindkomst (totalindkomstopgørelse)

De fleste virksomheder vælger det sidste alternative

Totalindkomstopgørelse – Color Print

Totalindkomstopgørelse for 2009/10

Møderelskab			Koncern		
2008/09 t.kr.	2009/10 t.kr.		Note	2009/10 t.kr.	2008/09 t.kr.
596.131	443.751	Nettoomsætning	4	814.327	1.032.694
(5.324)	(2.144)	Forskydning i igangværende produktion		(3.042)	(5.944)
0	186	Andre driftsindtægter	5	16.182	2.281
(4.807)	(1.115)	Andre driftsomkostninger	6	(1.252)	(5.277)
(454.980)	(339.453)	Omkostninger til råvarer og hjælpematerialer		(552.224)	(698.849)
(24.323)	(21.296)	Andre eksterne omkostninger		(71.650)	(67.235)
(72.134)	(56.559)	Personaleomkostninger	7	(151.951)	(178.802)
(3.634)	0	Omstruktureringsomkostninger	8	0	(10.218)
(39.037)	(35.497)	Afskrivninger	9	(60.313)	(64.568)
(8.108)	(12.127)	Resultat af primær drift (EBIT)		(9.923)	4.082
6.399	12.103	Finansielle indtægter	10	10.110	3.465
(38.671)	(19.744)	Finansielle omkostninger	11	(20.805)	(41.804)
(40.380)	(19.768)	Resultat før skat		(20.618)	(34.257)
9.753	4.472	Skat af ordinært resultat	12	1.183	5.390
(30.627)	(15.296)	Årets resultat		(19.435)	(28.867)
0	0	Valutakursregulering vedrørende udenlandske dattervirksomheder		2.175	(5.360)
0	0	Anden totalindkomst		2.175	(5.360)
(30.627)	(15.296)	Totalindkomst		(17.260)	(34.227)

Én samlet opgørelse

Totalindkomstopgørelse - Danisco

2007/08

(Mio. kr.)	Note	Sikrings- reserve	Reserve for valutakurs- regulering	Overført resultat	I alt	Minoritets- interesser	Egen- kapital i alt
Årets resultat		-	-	1.251	1.251	48	1.299
Urealiserede valutakursreguleringer af dattervirksomheder		-	(690)	-	(690)	-	(690)
Realiserede valutakursreguleringer af dattervirksomheder		-	3	-	3	-	3
Valutaafdækning af nettoinvesteringer i dattervirksomheder		-	6	-	6	-	6
Skat af valutaafdækning af nettoinvesteringer i dattervirksomheder		-	-	(2)	(2)	-	(2)
Årets sikring af fremtidige transaktioner		(26)	-	-	(26)	-	(26)
Sikring indregnet i resultatopgørelsen, finansielle poster		(90)	-	-	(90)	-	(90)
Sikring indregnet i resultatopgørelsen, operationelle poster		9	-	-	9	-	9
Aktuarmæssige tab og begrænsning i indregning af nettoaktiver	15	-	-	(20)	(20)	-	(20)
Ændringer i udskudt skat af aktuarmæssige gevinster og tab	16	-	-	6	6	-	6
Aktuel skat af ændringer i egenkapitalen	24	-	-	39	39	-	39
Øvrige egenkapitalreguleringer		-	-	(23)	(23)	-	(23)
Indregnet direkte i egenkapitalen		(107)	(681)	-	(788)	-	(788)
Totalindkomst for året		(107)	(681)	1.251	463	48	511

En separat totalindkomstopgørelse

$$\text{Udbytte payout} = \frac{\text{Udbytte}}{\text{Totalindkomst}}$$

$$\text{Samlet payout} = \frac{\text{Udbytte} + \text{aktietilbagekøb}}{\text{Totalindkomst}}$$

$$\text{Udbytte-til-bogført-værdi} = \frac{\text{Udbytte}}{\text{CSE} + \text{udbytte}}$$

$$\text{Samlet payout-til-bogført-værdi} = \frac{\text{Udbytte} + \text{aktietilbagekøb}}{\text{CSE} + \text{Udbytte}}$$

$$\begin{aligned} \text{Retention ratio} &= \frac{\text{Totalindkomst} - \text{udbytte}}{\text{Totalindkomst}} \\ &= 1 - \text{udbytte ratio} \end{aligned}$$

Nøgletal:

Egenkapitalforretning

$$\text{ROCE}_t = \frac{\text{Årets totalindkomst}}{\frac{1}{2}(\text{CSE}_t + \text{CSE}_{t-1})}$$

Nøgletal:

Vækst

$$\text{Nyinvesteringsrate} = \frac{\text{Nettotransaktioner med ejerne}}{\text{Egenkapital primo}}$$

$$\begin{aligned} \text{Vækst i CSE} &= \frac{\Delta \text{CSE}}{\text{CSE primo}} \\ &= \frac{\text{Totalindkomst} + \text{nettotransaktioner med ejere}}{\text{Egenkapital primo}} \end{aligned}$$

Skjulte omkostninger

- De nuværende ejere taber når aktier udstedes til en kurs under markedskursen (f.eks. ved udnyttelse af optioner)
- Dette tab indregnes imidlertid ikke under IFRS 2
- Hvad er arten af dette tab? Ifald aktieoptioner er en del af aflønningspakken er tabet en lønomkostning. Hvis tabet stammer fra konvertering af obligationer er det en finansieringsomkostning.
- Hvad er tabets størrelse?

Markedspris - udnyttelseskurs

IFRS 2 egenkapitalbaserede aktieoptionsordning

- IFRS kræver, at en omkostning skal indregnes på tildelingstidspunktet (grant date) svarende til dagsværdien af optionsprogrammet på dette tidspunkt.
- Denne omkostning skal allokteres over optjeningsperioden (vesting period)
- Ingen yderligere omkostninger indregnes i takt med at optioner 'går i pengene' eller på udnyttelsestidspunktet
- Udløber optionerne sker der ingen tilbageføring af de indregnede omkostninger

Et simpelt eksempel

- Primo år 20x0 tildeler virksomhed XYZ 100.000 aktieoptioner (warrants) med en optjeningsperiode på 3 år. Dagsværdien af de tildelte optioner er 3 mio. kr. Udnyttelseskursen er fastsat til 50 kr. Optionerne har en løbetid på 5 år.

Bogføring hen over optjeningsperioden:

År x1	Debet – løn	1 mio. kr.	Kredit – egenkapital	1 mio. kr.
År x2	Debet – løn	1 mio. kr.	Kredit – egenkapital	1 mio. kr.
År x3	Debet – løn	1 mio. kr.	Kredit – egenkapital	1 mio. kr.

Scenarie 1: Umiddelbart efter udløbet af optjeningsperioden udnytter medarbejderne alle optioner. Dagskursen på udnyttelsestidspunktet er 90 per aktie.

Bogføring på udnyttelsestidspunktet:

År x 3	Debet – kasse	5 mio. kr. (100.000 x 50)	Kredit – egenkapital	5 mio. kr.
---------------	---------------	---------------------------	----------------------	------------

Et simpelt eksempel - *fortsat*

Havde virksomheden solgt aktierne i det åbne markedet ville den have modtaget et provenu på 9. mio. kr. (100.000 x 90) mod de 5 mio. kr. Forskellen på de 4 mio. kr. er tabet for de nuværende ejere! Tabet er altså 1 mio. kr. større end de samlede omkostninger (3 mio.) indregnet efter IFRS 2

Scenarie 2: Optionerne udløber uden værdi, fordi aktier ikke 'går pengene'

I dette tilfælde er der ikke noget tab for de nuværende ejere, men virksomheden har stadig indregnet 3 mio. kr. i omkostninger og disse tilbageføres ikke!

Korrektioner

1. Tilbagefør de indregnede omkostninger ifølge IFRS 2 for alle 3 år

Debet – egenkapital xx kr.

Kredit – løn xx kr.

2. Beregn tab i forbindelse med udnyttelse af optioner¹ og bogfør dette²

1

Tab(yy) = Antal udnyttede optioner x (vejet gns. dagskurs – vejet gns. udnyttelseskurs).
Eventuelt beregnet på efter-skat basis, såfremt virksomheden opnår et skattemæssigt fradrag for ordningen.

2

Debet – andet driftsoverskud yy kr.

Kredit – egenkapital yy