

Lønsomhed, vækst og finansiel risiko

En analyse af danske virksomheder
i perioden 1997-2012

Indhold

Forord	3
Hovedkonklusioner	4
Population og metode	8
Indledende observationer vedrørende indtjening i danske virksomheder	14
Tema 1	
Lønsomhed	16
Tema 2	
Vækst	36
Tema 3	
Risiko	40
Tema 4	
Sammenhæng mellem lønsomhed, vækst og risiko	45
Kontakt	48



Forord

Det er overraskende, hvor lidt vi ved om danske virksomheders økonomiske forfatning. Hvor dygtige er danske virksomheder til at forrente deres investeringer og hvor meget vokser de? Hvordan har lønsomheden og væksten udviklet sig over tid, og hvilken kort- og langsigtet effekt har finanskrisen haft?

For at besvare disse og relaterede spørgsmål rapporterer vi i en publikation en række finansielle nøgletal til beskrivelse af danske virksomheders økonomiske forfatning over perioden 1997-2012. Der indgår i alt 830.305 observationer, og analysen er dermed den hidtil mest omfattende af sin art, der er gennemført på danske data.

Analysen fokuserer specifikt på temaerne **lønsomhed, vækst og risiko**.

Disse tre temaer er udvalgt, da de beskriver centrale dele af en virksomheds økonomi og samtidig har en betydelig indflydelse på værdien af en virksomhed.

Håbet er, at analysen giver en generel indsigt i danske virksomheders økonomiske forfatning, men også inspirerer danske virksomheder og politikere. Virksomheder kan eksempelvis lade sig inspirere af at se på, hvilke typer af omkostninger og kapitalbindinger, det er muligt at optimere, mens politikere kan opnå en betydelig indsigt i danske virksomheders økonomiske forhold og bruge denne viden i deres arbejde og politiske prioriteringer.

Analysen er blevet til i et tæt samarbejde mellem adjunkt Jeppe Christoffersen og professor Thomas Plenborg, Institut for Regnskab og Revision, CBS og Erhvervspolitisk direktør Tom Vile Jensen, kommunikationschef Anders Lau og analytiker Thomas Baadsgaard, FSR – danske revisorer. Stud CM (Mat) Adnan Hodzic-Mehic har ydet en uvurderlig indsats i forbindelse med analysen af dataene rapporteret i denne publikation.

Hovedkonklusioner

Lønsomhed

Danske virksomheder har i perioden 1997-2012 oplevet et fald i driftslønsomheden. Således tjente virksomhederne 11,6% i driftsindtjening (EBIT) for hver krone investeret i driften i 1997 og 6,5% i 2012. I 2007 - umiddelbart før finanskrisens start – var afkastet 11,2% og det er således ikke lykkedes danske virksomheder at få genetableret driftslønsomheden fra før finanskrisen.

Den primære årsag til faldet i driftslønsomheden er, at virksomhederne binder flere penge i driften (balancen) uden at generere en tilsvarende omsætningsstigning. Især pengebindinger i anlægsaktiver forårsager faldet i driftslønsomheden. Virksomhedernes evne til at udnytte deres maskiner, bygninger mv. er dermed blevet forringet over tid.

Der sker en øget polarisering i virksomhedernes evne til at tjene penge på driften. Eksempelvis oplever de 25% bedst indtjenende virksomheder en forbedring i overskudsgraden fra 10,8% i 1997 til 20,5% i 2012.

Til sammenligning oplever de 25% af virksomhederne med den ringeste indtjening et fald i overskudsgraden fra 0,7% i 1997 til -0,8% i 2012. Det er især omkostninger, der er mere faste af natur, som de bedst indtjenende virksomheder får bedre styr på.

Stort set alle finansielle nøgletal er negativt påvirket af finanskrisen og den samlede driftsindtjening dykker 43% i 2009 målt imod driftsindtjeningen i 2008. Det svarer til, at driftsindtjeningen er 140 mia. kr. mindre i 2009 end i 2008. I perioden 2010-2012 ligger driftsindtjeningen i hvert af årene 50 mia. kr. lavere end i 2008.

Andelen af virksomheder med underskud varierer i perioden mellem 25% og 42%. Ikke overraskende er andelen størst i 2009.

Frem til finanskrisens start underpræsterer mellemstore og store virksomheder målt på driftslønsomheden i forhold til mikro og små virksomheder. Det er i den sammenhæng interessant at observere, at mens de mellemstore virksomheder i perioden op til 2008 har problemer med overskudsgraden (og dermed evnen til at styre omkostningerne), er udfordringen for de store virksomheder en lavere omsætningshastighed (og dermed en ringere evne til at udnytte driftsaktiverne til at skabe omsætning).

Virksomheder vest for Storebælt har generelt en højere driftslønsomhed end virksomheder øst for Storebælt. Især virksomheder i regionerne Syddanmark og Midtjylland er mere lønsomme end virksomheder i øvrige regioner.

Virksomheder inden for brancher som eksempelvis bygge & anlæg og vidensservice har en højere driftslønsomhed end virksomheder inden for brancher som energiforsyning og kultur & fritid. Ud af analysen kan det dog ikke konkluderes, at dette skyldes en bedre drift i brancherne bygge & anlæg og vidensservice. Det kan også skyldes, at risici er større i disse brancher, hvorfor kravene til afkast er tilsvarende større.

Vækst

Væksten varierer med konjunkturerne. Således øges omsætningsvæksten fra 1% i 2003 til 5% i 2006. I 2009 er væksten -5%. Virksomhederne har også vanskeligt ved at skabe vækst efter 2008.

Omsætningsvæksten afspejles direkte på BNP-væksten. Således er der en høj grad af samvariation mellem omsætningsvækst og BNP vækst. Denne observation er ikke overraskende og understreger validiteten af data.

Den typiske antagelse er, at det er nemmere at skabe vækst, jo mindre man er som virksomhed, men denne antagelse understøttes ikke af analysen. Lidt overraskende er det de helt store virksomheder, der henover perioden har den største omsætningsvækst.

Omsætningsvækst er forbundet med høj driftslønsomhed. Således har de virksomheder med den højeste vækst den højeste driftslønsomhed. Tilsvarende har de virksomheder med den laveste vækst den laveste driftslønsomhed.

Til gengæld har virksomheder med den højeste vækst den laveste soliditetsgrad. Det vidner om, at vækstvirksomheder har brug for kapital og at de anvender mere gæld end virksomheder med lavere vækstrater.

Finansiell risiko

For hovedparten af virksomhederne stiger soliditetsgraden jævnt henover analyseperioden. Til gengæld falder soliditeten for de 25% af virksomhederne, der har den laveste soliditetsgrad. I 2012 ligger denne på 12% mod 15% i 1997, hvilket alt andet lige begrænser muligheden for yderligere gældsfinansiering for denne gruppe af virksomheder.

Gearingsnøgletallet gæld/EBITDA stiger i 2008. Stigningen i gæld/EBITDA kan udelukkende tilskrives fald i EBITDA. Den efterfølgende udvikling i nøgletallet viser, at virksomhederne med den højeste gæld/EBITDA ikke får nedbragt gearingsniveauet efter 2008. Dette kan således være en udfordring for en forholdsvis stor gruppe af danske virksomheder.

Mellemstore og store virksomheder har den højeste gearing målt ved gæld/EBITDA henover perioden. Under finanskrisen er det dog især mellemstore virksomheder, som oplever en høj gæld/EBITDA.

Ikke overraskende er der en tydelig sammenhæng mellem driftslønsomhed og soliditetsgraden. Virksomhederne med den højeste driftslønsomhed har også den højeste soliditetsgrad. Tilsvarende har virksomhederne med den laveste driftslønsomhed også den laveste soliditetsgrad.

Population og metode

Population

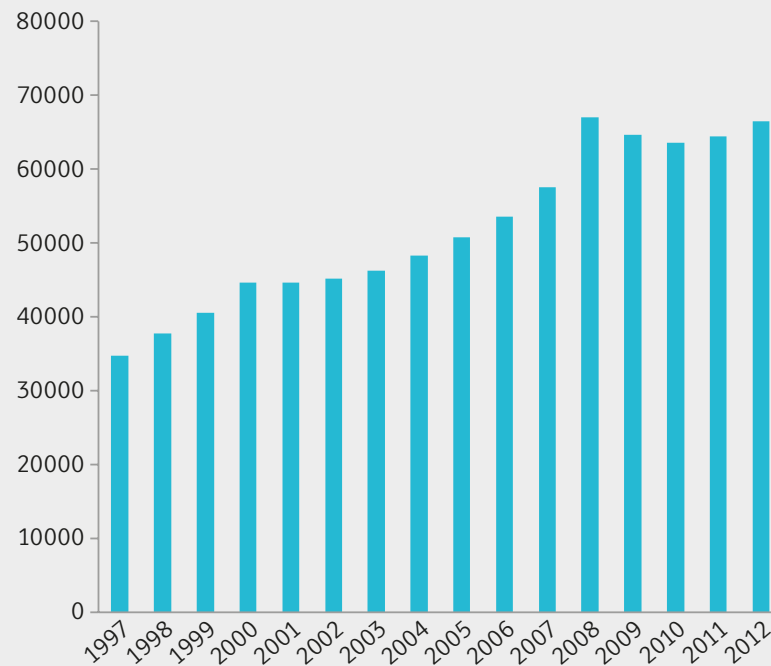
Datasættet, der ligger til grund for analysen, stammer fra Orbis. Observationer er medtaget efter følgende kriterier:

- Dansk CVR nr.
- Regnskab skal være tilgængeligt
- Det skal være muligt at beregne investeret kapital
- Investeret kapital skal være større end nul

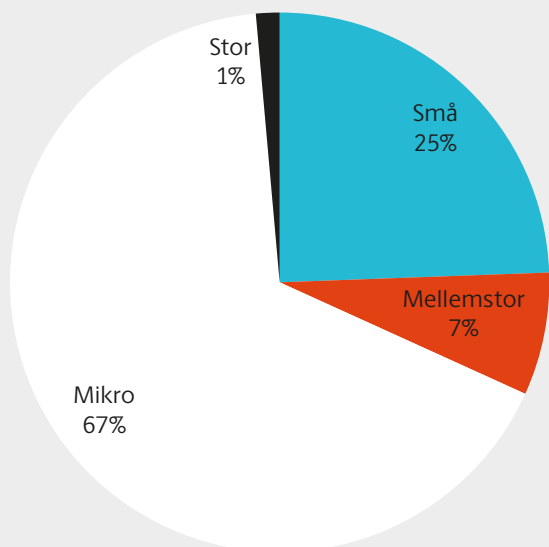
Datasættet indeholder 830.305 observationer fordelt på 148.226 danske cvr.nr og strækker sig over regnskabsårene 1997-2012. En observation skal i denne analyse forstås som ét regnskabsår for ét cvr.nr.

I næste afsnit fremgår det, hvordan observationerne er fordelt efter størrelse, geografi og branche.

Fordeling af observationer



Fordeling af population efter størrelse



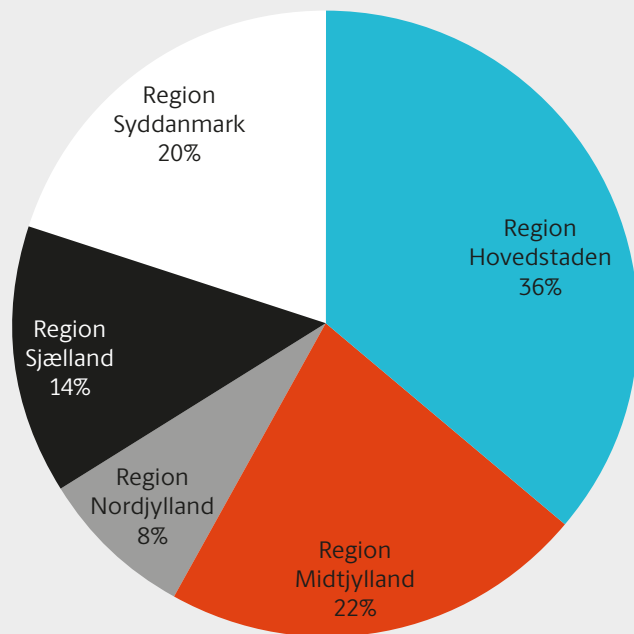
Mikro og små virksomheder udgør 92% af den samlede population i denne undersøgelse.

SMV*	Ansatte	Balance (mDKK*)	Omsætning (mDKK**)	Antal
Mikro	<10	<15	<15	553.325
Små	<50	<75	<75	203.804
Mellemstor	<250	<373	<321	61.376
Store	≥250	≥373	≥321	11.800

* Opdeling af populationen efter størrelse følger SMV defineret i EU-retten efter Europa kommissionens retningslinjer

**Omdannet fra EUR.

Fordeling af population efter geografi (region)



Region	Antal
Region Hovedstaden	300.073
Region Midtjylland	181.761
Region Nordjylland	62.280
Region Sjælland	111.728
Region Syddanmark	168.463

Fordeling af population efter branche

Branche	Antal
A: Landbrug, skovbrug og fiskeri	14.065
B: Råstofindvinding	1.328
C: Industri	97.977
D: Energiforsyning	3.036
E: Vandforsyning og renovation	2.599
F: Bygge og anlæg	108.801
G: Handel	223.612
H: Transport	31.145
I: Hoteller og restauranter	25.309
J: Information og kommunikation	44.636
L: Ejendomshandel og udlejning	57.529
M: Videnservice	73.541
N: Rejsebureauer, rengøring og anden operationel service	31.771
P: Undervisning	3.678
Q: Sundhed og socialvæsen	18.598
R: Kultur og fritid	6.873
S: Andre serviceydelser mv.	9.826
X: Uoplyst aktivitet	75.981

Population fordelt på 19 brancher jf. Danmarks Statistik (uden K: Finansiering og forsikring og O: Offentlig administration).

Metode

Rådata er hentet fra Orbis, som er en international regnskabsdatabase, der blandt andet indeholder alle offentligt tilgængelige danske regnskaber. Data er efterfølgende valideret ved summeringskontrol af enkeltposter samt ved en omfattende stikprøvekontrol, hvor databasens poster sammenlignes med posterne i enkeltvirksomheders indscannede årsregnskaber. Disse validitetstjek viste en meget stor datakvalitet.

For at undgå indflydelsen af ekstreme observationer (outliers) anvendes medianværdier i analysen.

Alle nøgletal, som præsenteres for hele populationen, segmenteres også efter **størrelse**. Til beskrivelse af den overordnede driftslønsomhed er populationen yderligere segmenteret efter **geografi** og **branche**, hvor det er relevant.

Vi ønsker at vurdere virksomhedsstørrelsens, branchens og regionens effekt på nøgletal, men da nogle virksomhedsstørrelser er overrepræsenterede i givne brancher (eller regioner), kan vi ikke blot sammenligne nøgletal for forskellige virksomhedsstørrelser, da vi i så fald ikke kan vide, hvorvidt en given forskel

skyldes en effekt af virksomhedsstørrelser eller en effekt af brancher (eller regioner). Derfor er det ikke muligt at se effekten af eksempelvis størrelsen, medmindre man sammenligner virksomheder med forskellig størrelse med virksomheder i samme branche og samme region. Vi har derfor justeret nøgletallene opgjort på størrelse for branche- og regionseffekt.

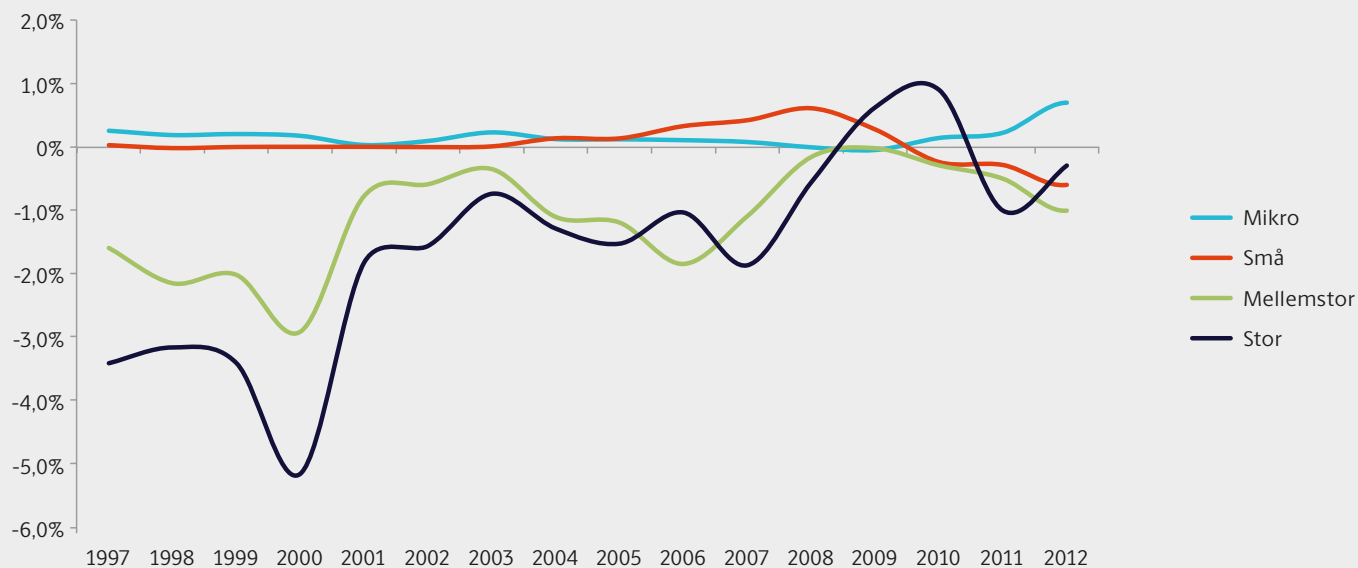
Konkret sker det ved at sammenligne nøgletal for de fire størrelseskategorier indenfor samme branche og region. Da der indgår 18 brancher og 5 regioner, er vi nået frem til 90 (18x5) forskelle. Hver af disse forskelle viser, hvor meget nøgletal for virksomheder inden for en given størrelseskategori afviger fra nøgletallet for den samlede population af virksomheder inden for den valgte kombination af branche og region. For at estimere en gennemsnitlig effekt af at være en stor virksomhed har vi taget medianen af disse 18*5 individuelle effekter.

Som eksempel på grafer, der illustrerer effekten af virksomhedsstørrelsen, vises nedenstående. Her fremgår eksempelvis, at mellemstore virksomheders afkastningsgrad i 1997 lå godt 1,5 procentpoint under afkastningsgraden for den samlede

population, og denne difference i de følgende år forøgedes for derefter at indsnævres frem mod finanskrisen. Det bemærkes hurtigt, at positive og negative afvigelser for de fire størrelseskategorier ikke opvejer hinanden.

Den primære grund til dette er, at virksomhederne i en given størrelseskategori også medgår i den portefølje af virksomhe-

der, som de sammenlignes med. Således vil det forhold, at den samlede portefølje består af 92% mikro og små virksomheder medføre, at nøgletal for disse ikke kan afvige meget fra 0. Det kan derimod nøgletal for store og mellemstore, da store virksomheder kun udgør 1% mens mellemstore udgør 7% af den samlede population de sammenlignes med.

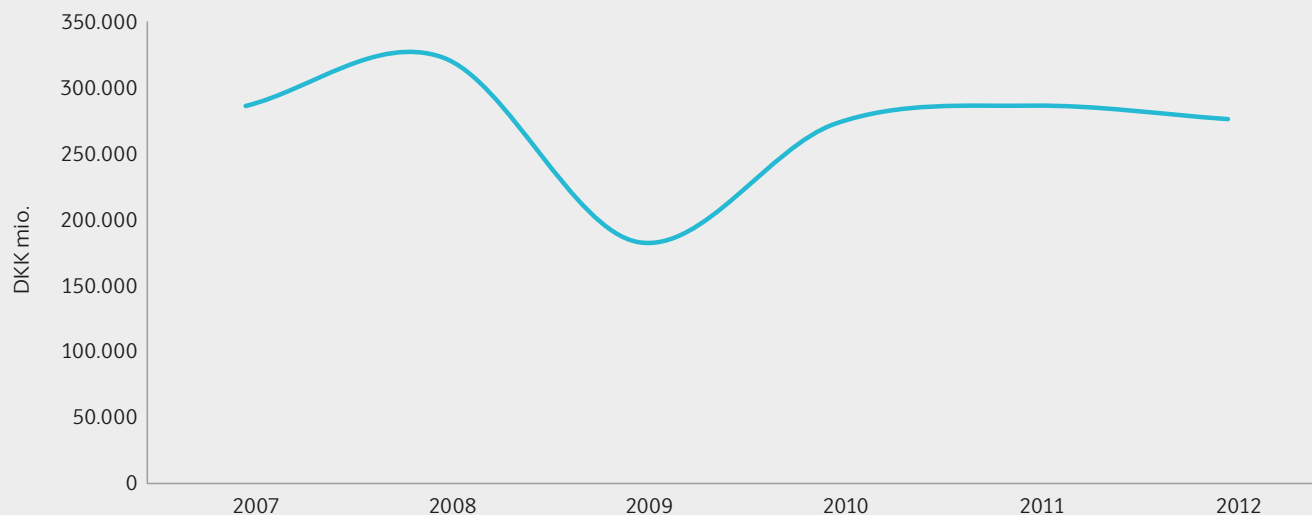


Indledende observationer

Driftsindtjening (EBIT)*

Den samlede driftsindtjening (EBIT) falder i 2009 med 140 mia. kr. målt i forhold til den driftsmæssige indtjening i 2008. Det svarer til et fald på 43%. I perioden 2010-2012 ligger den

driftsmæssige indtjening knapt 50 mia. kr. lavere end i 2008. Det svarer til et fald i den driftsmæssige indtjening på ca. 15% i forhold til indtjeningen i 2008.

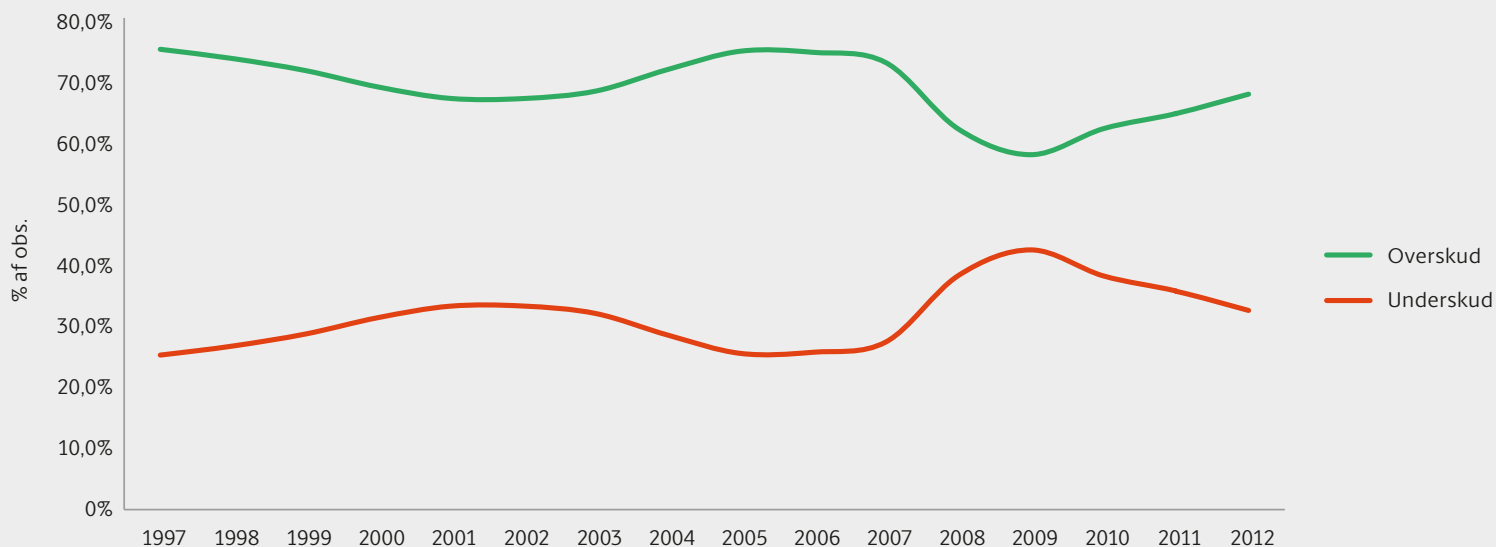


* I denne figur er vist udviklingen i den akkumulerede EBIT for danske virksomheder i perioden 2007-2012 for at undersøge, hvilken betydning finanskrisen fik på den driftsmæssige indtjening målt i kroner. Der er ikke korrigeret for antallet af virksomheder, som indgår i beregningen. Således indgår der eksempelvis 67.051 virksomheder i 2008 og 64.681 virksomheder i 2009. Det højere antal virksomheder i 2008 påvirker driftsindtjeningen i positiv retning. Det taler for at foretage en korrektion herfor. En korrektion, som vil sikre et ens antal virksomheder i analyseperioden, vil omvendt fjerne effekten af nedlukning af virksomheder afledt af finanskrisen.

Andelen af virksomheder med underskud

Andelen af virksomheder med underskud fluktuerer mellem 25% og 42% i perioden 1997 til 2012. Andelen er som forventet påvirket af konjunkturerne. I 2005 og 2006 er andelen af virksomheder med underskud 25%. I 2009 er andelen af

virksomheder med underskud 42%. I 2012 var andelen 32% og om end trenden de senere år er nedadgående, så er andelen af virksomheder med underskud stadig en del højere end udgangspunkt i 1997 på 25%



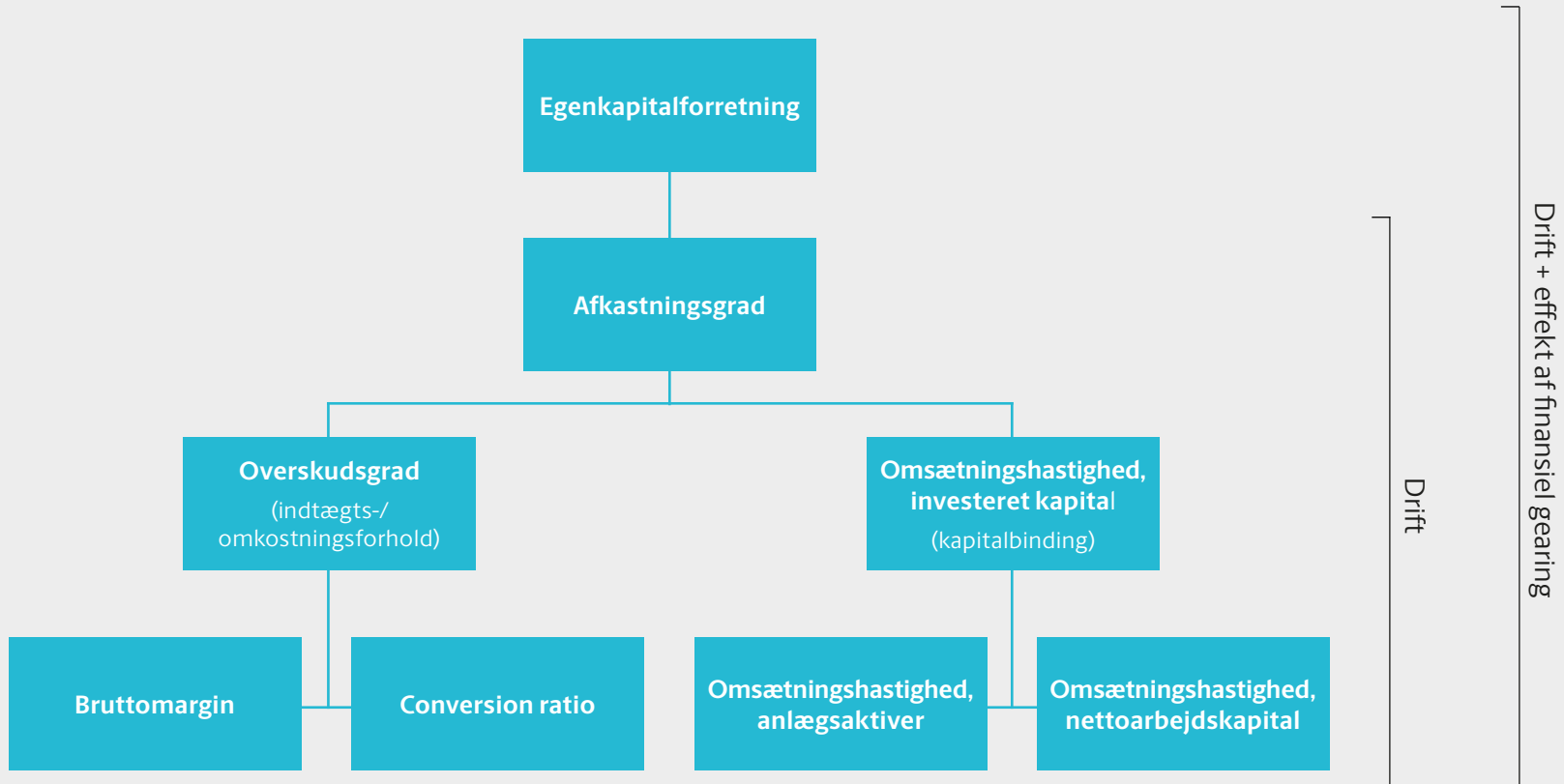
Tema 1: Lønsomhed

Nøgletal til beskrivelse af lønsomhed

Til belysning af lønsomheden blandt danske virksomheder er der i det følgende anvendt følgende nøgletal:

Nøgletal	Definition	Nøgletallet måler...
Afkastningsgrad	EBIT/investeret kapital	Driftslønsomheden
Overskudsgrad	EBIT/omsætning	Indtægts-/ omkostningsforholdet
Omsætningshastighed, investeret kapital	Omsætning/investeret kapital	Hvor effektivt den investerede kapital udnyttes (kapitalbinding)
Bruttomargin	Bruttoavance/omsætning	Evnen til at konvertere omsætning til bruttoavance
Conversion ratio	EBIT/bruttoavance	Evnen til at konvertere bruttoavance til EBIT
Omsætningshastighed, anlægsaktiver	Omsætning/anlægsaktiver	Hvor effektivt anlægsaktiver udnyttes
Omsætningshastighed, nettoarbejds kapital	Omsætning/nettoarbejds kapital	Hvor effektivt nettoarbejds kapitalen udnyttes
Egenkapitalforrentning	Nettoresultat/egenkapital	Ejernes afkast

Sammenhænge mellem nøgletal i lønsomhedsanalysen



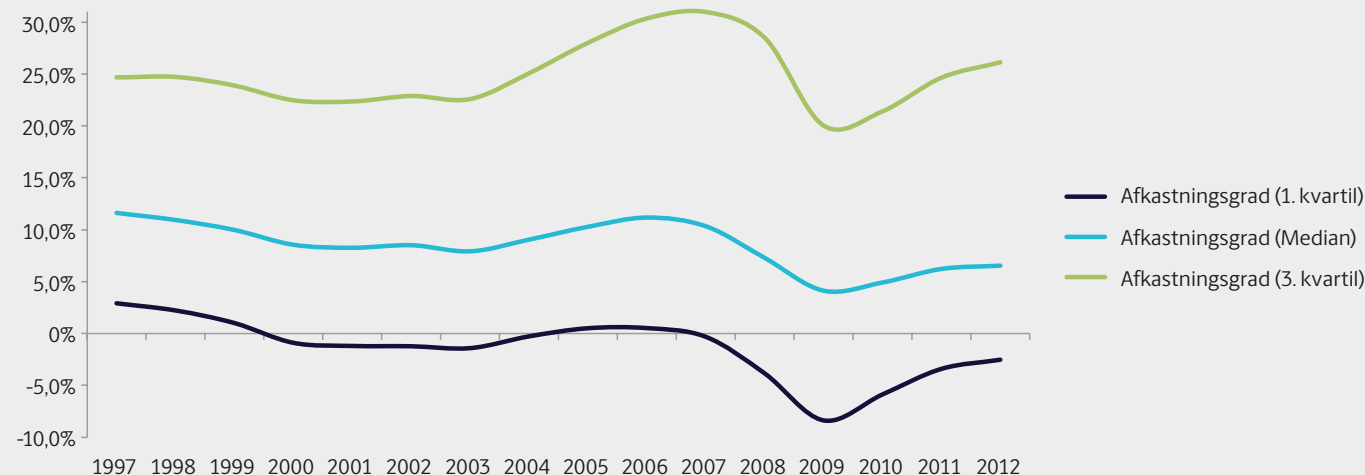
Afkastningsgrad

(EBIT/investeret kapital) Nøgletallet bruges til at vurdere driftslønsomheden

Den gennemsnitlige virksomhed har oplevet et fald i afkastningsgraden fra 11,6% i 1997 til 6,5% i 2012.

I perioden 2004-2007 oplever de fleste virksomheder en forbedret driftslønsomhed. Til gengæld bliver alle ramt af finanskrisen i årene 2008-2009. Og for mange virksomheder er det endnu ikke lykket at genetablere driftslønsomheden fra før 2008.

Virksomheder, der generelt præsterer godt, kommer også driftslønsomhedsmæssigt bedst ud af finanskrisen. Til gengæld har virksomheder, der generelt underpræsterer, vanskeliggere ved at genetablere driftslønsomheden. Der sker således en øget 'polarisering' blandt danske virksomheder. Polarisationen finder primært sted i årene op til finanskrisen og har hængt ved siden. Forskellen i afkastningsgraden mellem virksomheder i 1. og 3. kvartil er 21,7% i 1997 og 28,6% i 2012.



Afkastningsgrad

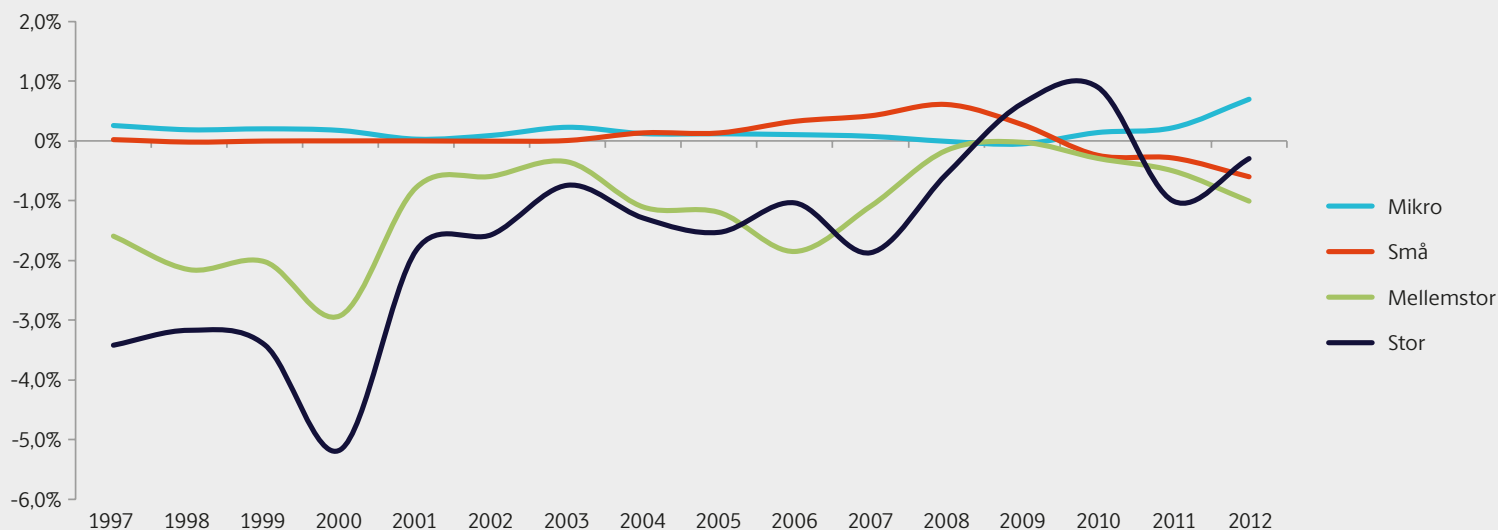
Effekten af størrelse

Her søges afdækket, hvorledes virksomheders størrelse påvirker afkastningsgraden. For hver størrelseskategori ses på, hvorvidt medianen for denne afviger fra medianen i den samlede population.

Frem til finanskrisens start leverede mellemstore og store virksomheder væsentlig lavere afkastningsgrader end den

samlede population; i gennemsnit mere end 1 %-point. Denne forskel er indsnævret ganske betragteligt siden 2008

Mikro virksomheder er kommet godt igennem krisen. Til gengæld har små virksomheder vanskeligere ved at genetablere deres driftslønsomhed relativt til andre virksomheder.

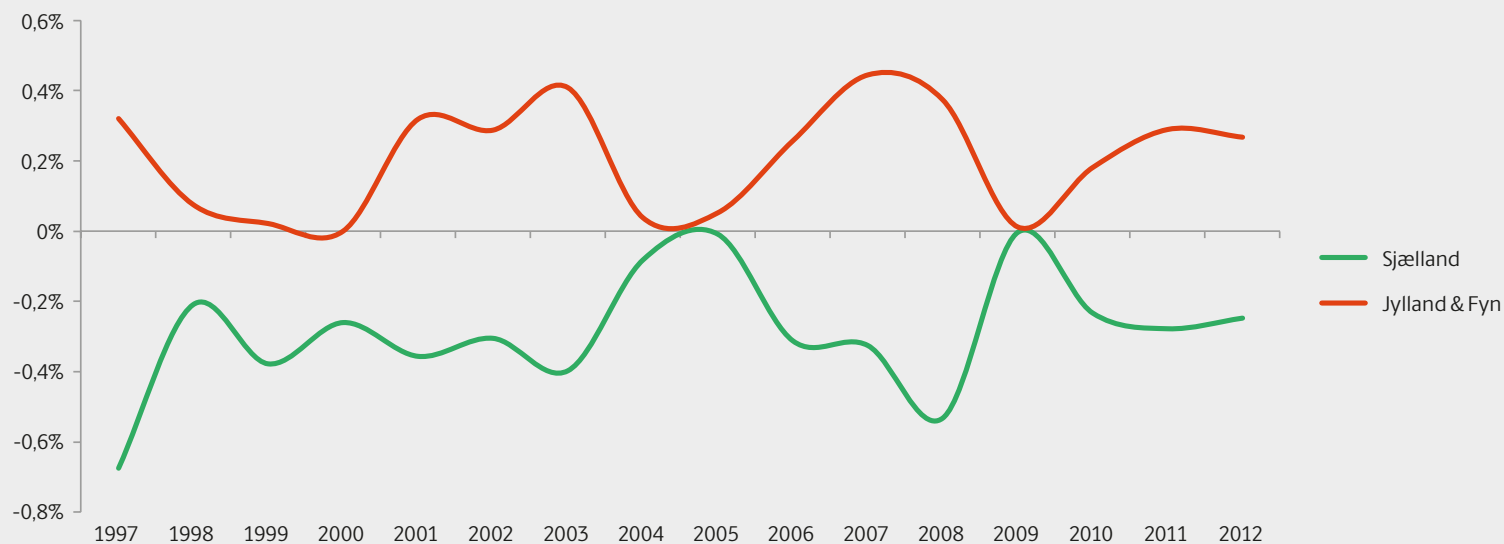


Afkastningsgrad

Effekten af region

Virksomheder øst for Storebælt genererer en lavere driftslønsomhed end virksomheder vest for Storebælt. Forskellen i driftslønsomheden varierer over tid og er op til 1%-point.

Kun i 2005 og 2010 har virksomhederne øst og vest for Storebælt den samme driftslønsomhed.

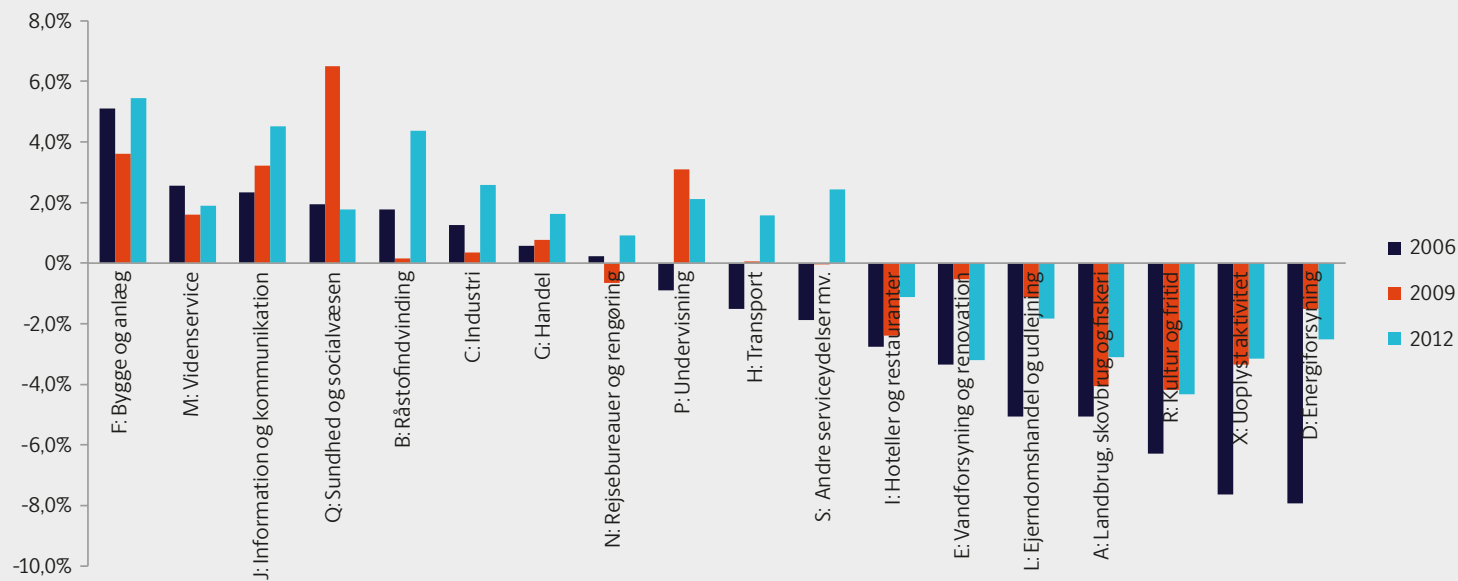


Afkastningsgrad

Effekten af brancher

Nedenstående viser forskellen mellem afkastningsgrader for de enkelte brancher og den samlede population. Det ses blandt andet, at en række brancher som bygge og anlæg og vidensservice, vedvarende er i stand til at generere afkastningsgrader, der er væsentlig højere end brancher som energi og kultur og fritid.

Ud fra branchetallene er det ikke muligt at konkludere, hvorvidt en branche er bedre at investere i end andre. Forskelle i risici og regnskabspraksis kan også forklare de observerede forskelle i afkastningsgrader på tværs af brancher.



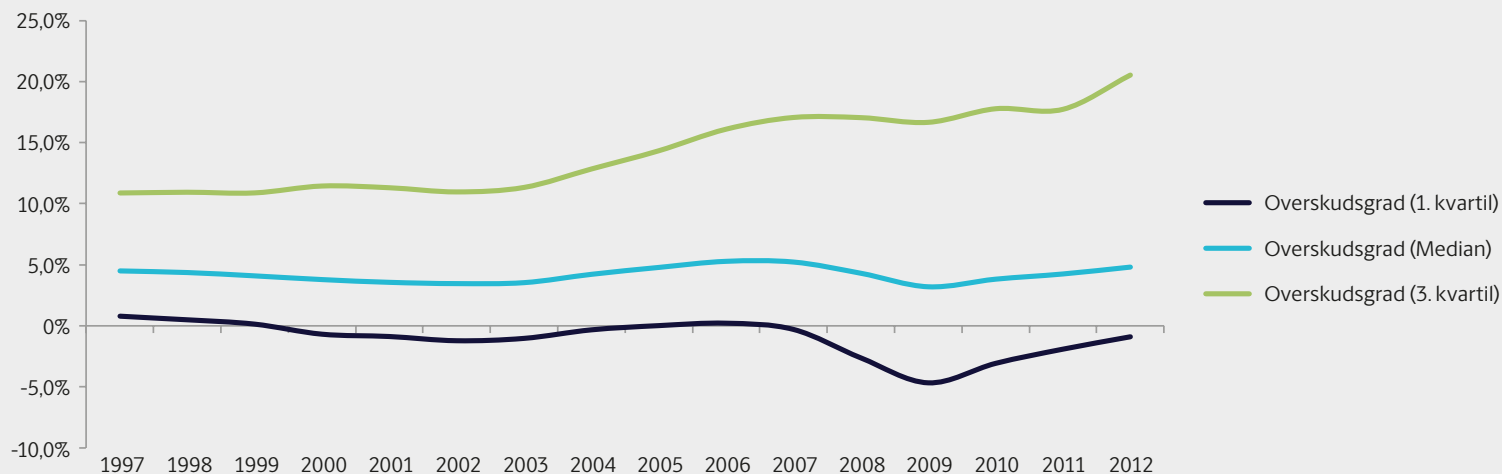
Overskudsgrad

(EBIT/omsætning) Nøgletallet bruges til at vurdere indtægts-/ omkostningsforholdet

Den gennemsnitlige overskudsgrad er ca. 5% og har ligget på dette niveau bortset fra perioden 2008-2011. Der tjenes derfor typisk fem øre per omsætningskrone. Faldet i afkastningsgraden, der blev vist tidligere, kan således ikke tilskrives et forringet indtægts-/omkostningsforhold udtrykt ved overskudsgraden.

Virksomheder, der generelt præsterer godt, bliver stadig dygtigere til at tilpasse omkostninger til omsætningen. Således er overskudsgraden for de 25% bedst præsterende virksomheder næsten fordoblet i perioden 1997-2012.

Til gengæld oplever virksomheder, der generelt præsterer dårligt, en faldende overskudsgrad henover perioden 1997-2012.



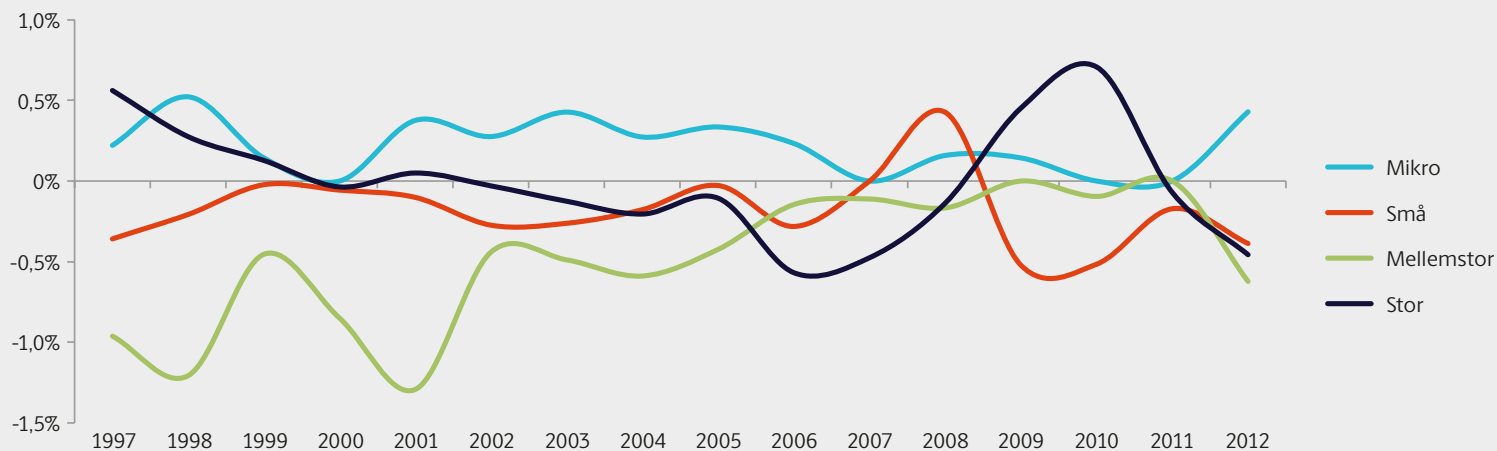
Overskudsgrad

Effekten af størrelse

Mikro virksomheder opnår generelt højere overskudsgrader end øvrige virksomhedsstørrelser, hvilket også kan forklare den højere afkastningsgrad for denne virksomhedsstørrelse.

Især frem til 2006 har mellemstore virksomheder en lavere overskudsgrad end øvrige virksomhedsstørrelser. Dette forklarer den lavere afkastningsgrad vi identificerede tidligere for denne virksomhedsstørrelse.

Tidligere blev det vist, at store virksomheder frem til 2008 havde lavere afkastningsgrader end mikro og små virksomheder. Dette er imidlertid ikke drevet af et ringere indtægts-/omkostningsforhold. Således er overskudsgraden for store virksomheder frem til 2006 højere end for mellemstore virksomheder og i store træk på niveau med små virksomheder. Som det også bekræftes senere i analysen, skyldes den lavere afkastningsgrad for store virksomheder en lavere omsætningshastighed.

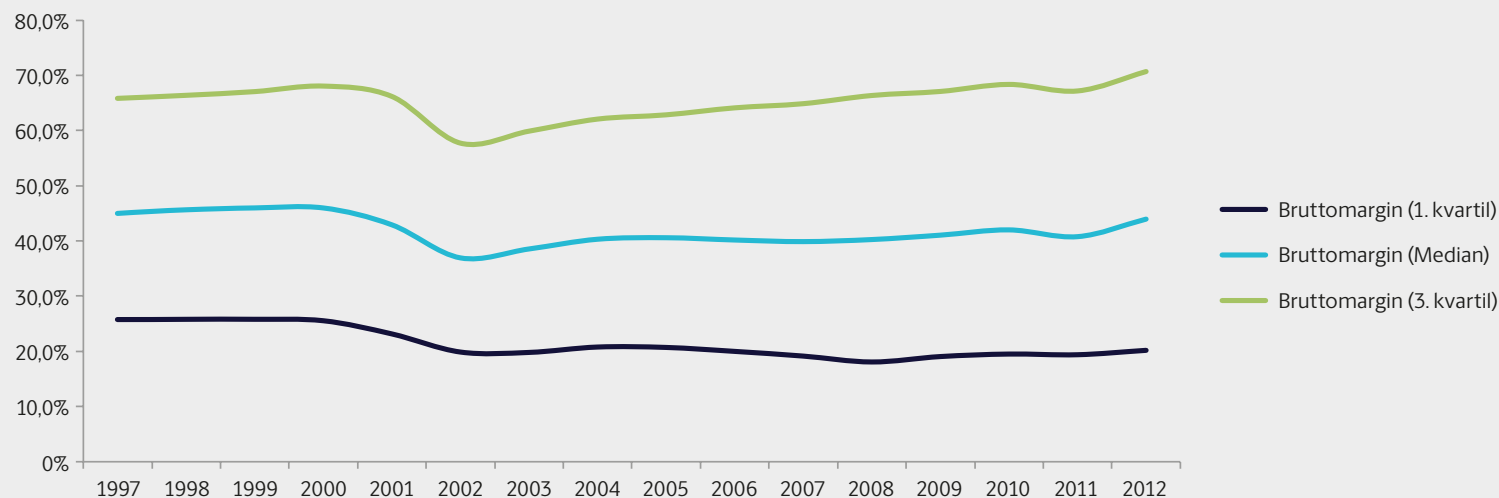


Bruttomargin

(Bruttoavance/omsætning) Nøgletallet bruges til at vurdere evnen til at konvertere omsætning til bruttoavance

Til beskrivelse af overskudsgraden er der i det følgende undersøgt udviklingen i og niveauet for bruttomargin og conversion ratio. Bruttomarginen måler evnen til at styre de omkostninger, der er variable af natur. Conversion ratio måler evnen til at styre de omkostninger, der er faste af natur. Der sker et fald i bruttomarginen i 2002, der kun bliver delvist genetableret (median). Det er bemærkelsesværdigt, at bruttomarginen ikke påvirkes negativt i 2008 og 2009 som de

fleste andre finansielle nøgletal. Det underbygger, at omkostninger i bruttoavancen er variable af natur og således mere eller mindre automatisk varierer med omsætningen. Som med overskudsgraden oplever virksomheder, der generelt præsterer dårligt, en stadigt faldende bruttomargin – fra 26% i 1997 til 20% i 2012. De virksomheder, der generelt præsterer godt, har mod slutningen af analyseperioden en bruttomargin over niveauet fra 1997.



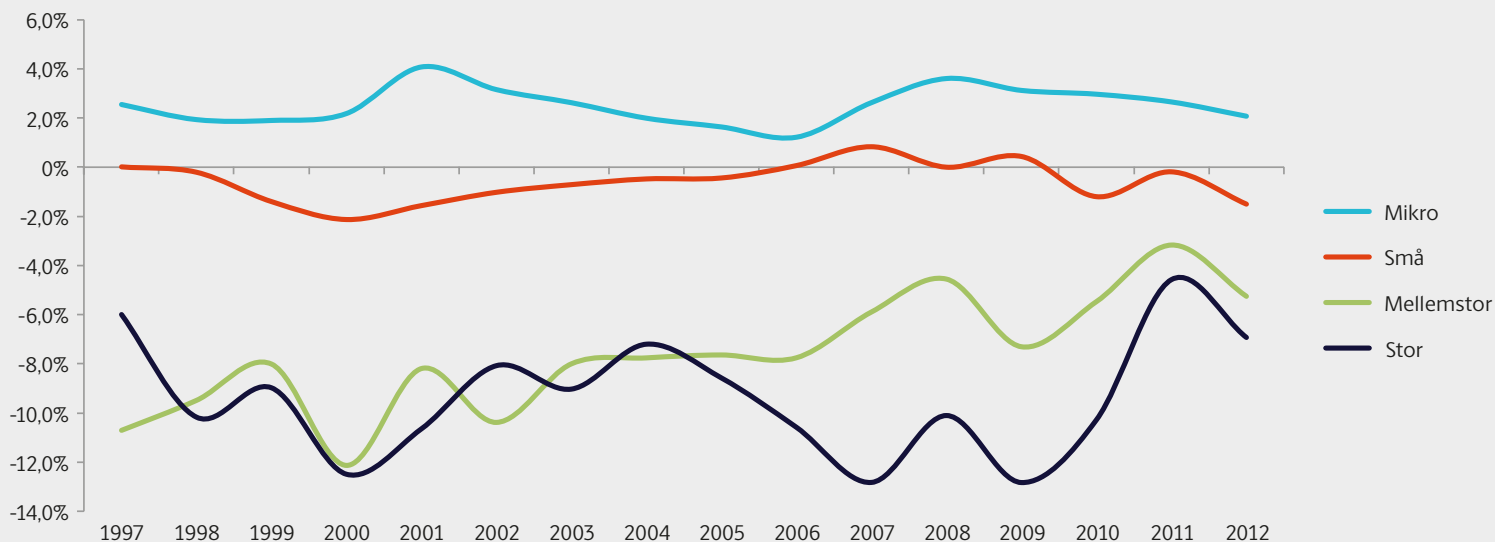
Bruttomargin

Effekten af størrelse

Det er iøjnefaldende, at mikro og små virksomheder har markant højere bruttomargin end mellemstore og store virksomheder. På intet tidspunkt lykkedes det de mellemstore og store virksomheder at opnå en bruttomargin på niveau med mikro og små virksomheder.

Forskellen i bruttomarginen mellem mikro/små virksomhe-

der og så mellemstore/store virksomheder er blandt andet drevet af strukturelle forskelle, hvor mikro/små virksomheder har højere bruttomarginer (relativt færre variable omkostninger) men lavere conversion ratios (relativt flere faste omkostninger) end mellemstore/store virksomheder. Dette understøttes af resultaterne vist på de næstfølgende sider.



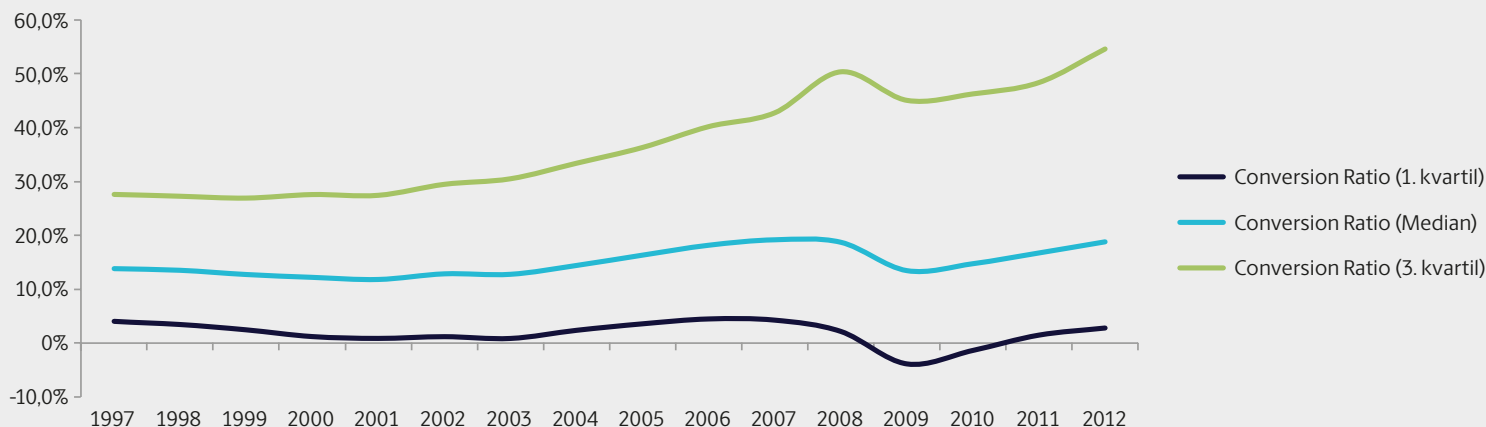
Conversion ratio

(EBIT/bruttoavance) Nøgletallet bruges til at vurdere evnen til at konvertere bruttoavance til EBIT

Der sker generelt en forbedring af conversion ratio frem til 2007/08, hvorefter der er sket et dyk i 2009. Faldet i overskudsgraden i 2008/09 kan derfor (som forventet) tilskrives faldet i conversion ratio i samme periode. Gennemsnitsvirksomheden synes samlet set at få bedre styr på de omkostninger, der typisk varierer mindre med omsætningen. For virksomheder, der generelt præsterer godt, sker der stort set i hele perioden en forbedring af conversion ratio fra knapt 30% i 1997 til ca. 50% i 2012. Denne gruppe af virksomheder er således blevet dygtigere til at styre de omkostninger, der

er mindre variable af natur. Det er samtidig forklaringen på den markante forbedring i overskudsgraden for disse virksomheder.

De virksomheder, der generelt præsterer dårligt, oplever vedvarende en lav og utilfredsstillende conversion ratio. Den er således tæt på nul procent i hele perioden, hvilket er udtryk for, at stort set hele bruttoavancen bliver spist op af driftsomkostninger. Faldet i conversion ratio i 2008 til 2010 forklarer den negative overskudsgrad i samme periode for virksomheder i samme (1.) kvartil.

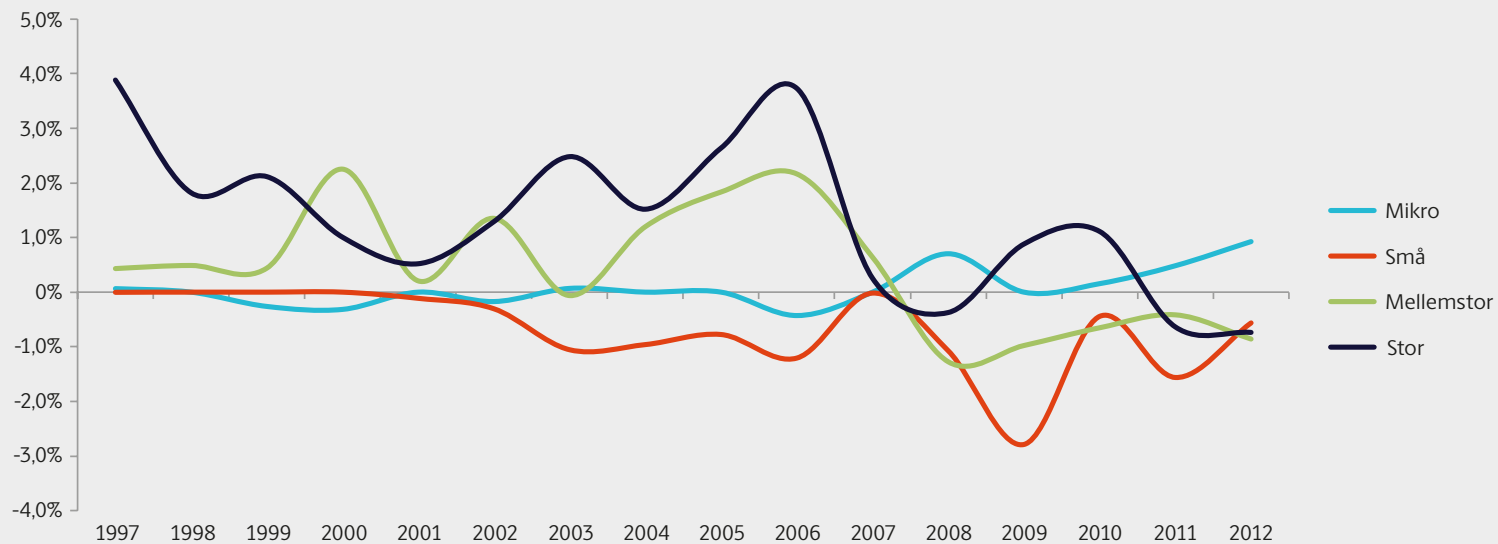


Conversion ration

Effekten af størrelse

Mellemstore og store virksomheder har frem til 2007 en højere conversion ratio end den samlede population.

Fra 2007 falder den relative performance på dette område for især mellemstore men også store virksomheder.



Omsætningshastighed, investeret kapital

(Omsætning/investeret kapital)

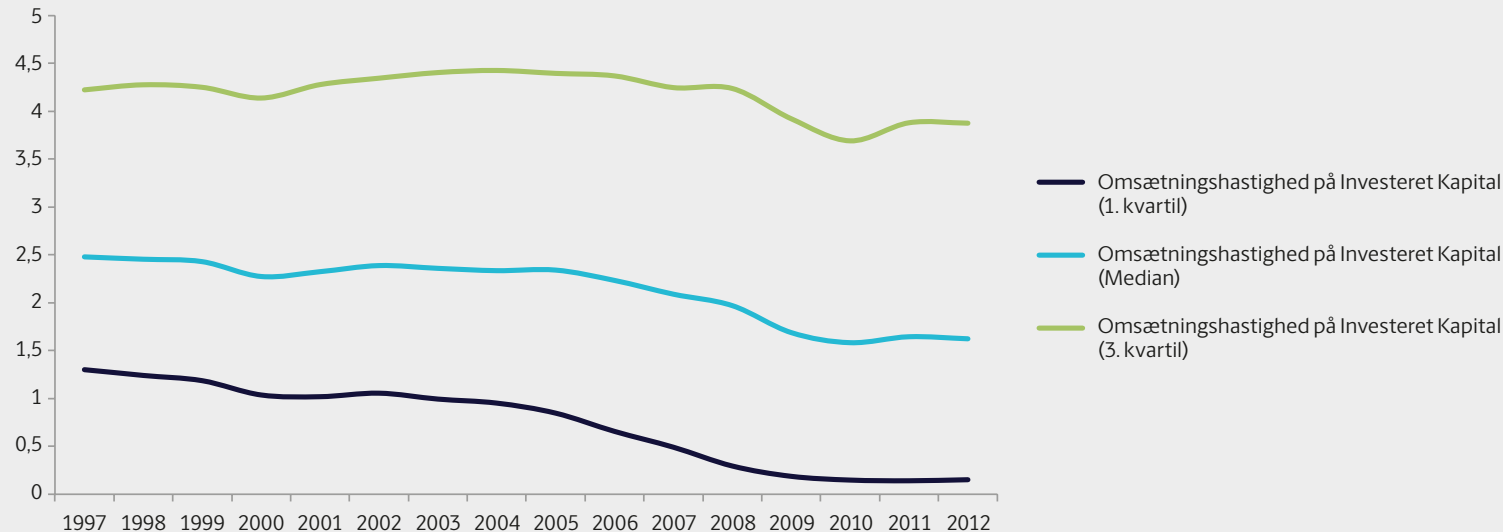
Nøgletallet bruges til at vurdere, hvor effektivt den investerede kapital udnyttes (kapitalbinding)

Omsætningshastigheden falder generelt over perioden. Denne udvikling accelereres ved finanskrisens start. Det indikerer, at virksomheder bliver dårligere til at udnytte den kapital, der er investeret i driften i perioden 1997 til 2012.

Omsætningshastigheden, der viser hvor meget omsætning, der skabes per krone investeret i driften, falder fra 2,5 (1997)

til ca. 2,0 (2012) baseret på medianen. Det tidligere beskrevne fald i afkastningsgraden kan derfor forklares ved, at mere skal investeres for at generere én krones salg.

Selv virksomheder, der generelt præsterer godt, har vanskeligt ved at genetablere omsætningshastigheden efter finanskrisen.



Omsætningshastighed, investeret kapital

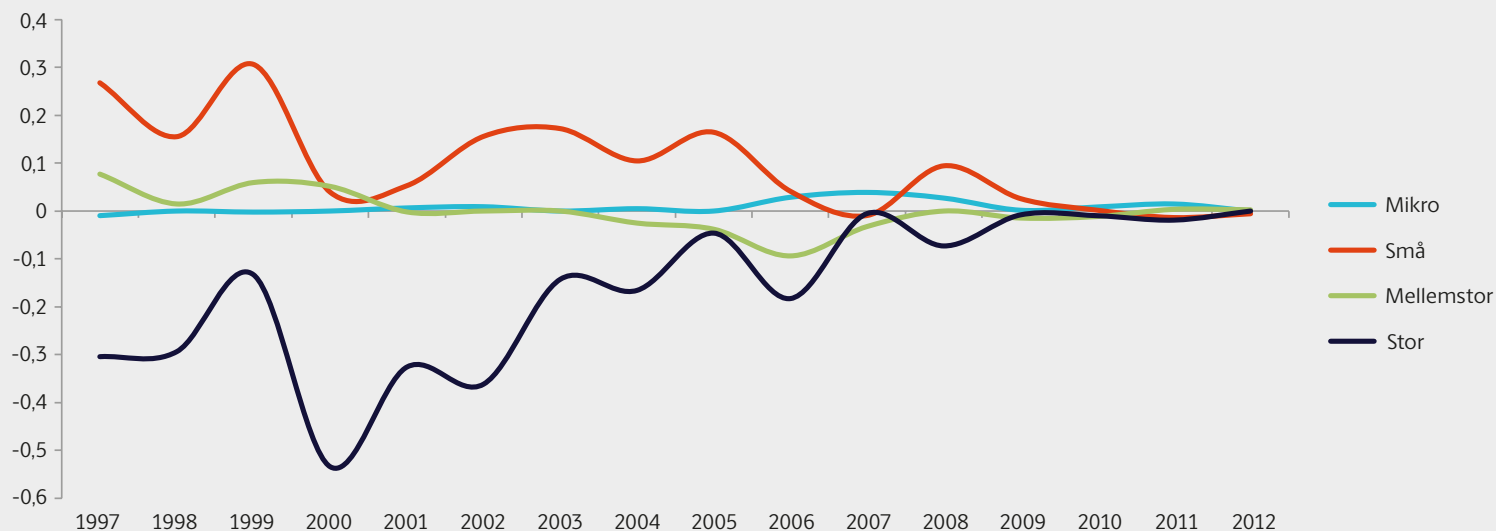
Effekten af størrelse

Før starten på finanskrisen havde især store virksomheder en væsentlig lavere omsætningshastighed end øvrige virksomhedsstørrelser. Dette forklarer også, hvorfor store virksomheder har en lavere afkastningsgrad i perioden 1997 til 2008 end øvrige virksomhedsstørrelser jævnfør side 19, hvor forskellen var mellem 1 og 5 procentpoint. Til gengæld er disse forskelle elimineret i de senere år, og i perioden 2009-2012 er der kun

meget beskedne forskelle i niveauet for omsætningshastigheden på tværs af virksomhedsstørrelser.

Små virksomheder er den virksomhedsstørrelse, der har haft den ringeste relative udvikling i omsætningshastigheden.

Det kan (delvis) forklare, hvorfor små virksomheder har haft vanskeligt ved at genetablere deres afkastningsgrad siden finanskrisens start.

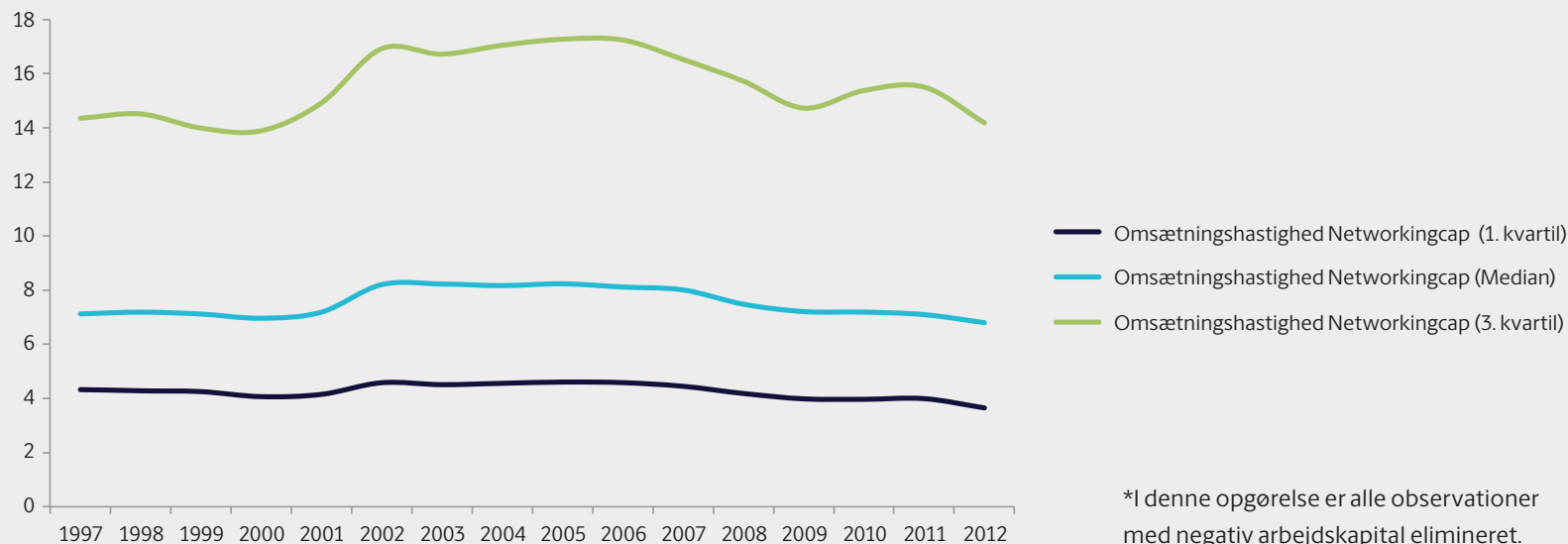


Omsætningshastighed, nettoarbejdskapital *

(Omsætning/nettoarbejdskapital) Nøgletallet bruges til at vurdere, hvor effektivt nettoarbejdskapitalen udnyttes

Omsætningshastigheden for nettoarbejdskapitalen stiger i 2002 og forbliver på nogenlunde samme niveau frem til 2007. Dermed skal der i denne periode bruges mindre nettoarbejdskapital til at generere én krones omsætning. Til gengæld falder omsætningshastigheden for nettoarbejdskapitalen fra 8,0 i 2007 til 6,8 i 2012 (median), hvilket vil sige, at mere skal investeres i nettoarbejdskapital for at skabe én krones omsætning. Det

kan delvis forklare den faldende omsætningshastighed for den investerede kapital (som nettoarbejdskapital er en delmængde af) i samme periode. Det fremgik på de foregående sider, at omsætningshastigheden for investeret kapital faldt markant for virksomheder i 1. kvartil. Dette fald kan dog ikke forklares ved stigende pengebindinger i nettoarbejdskapitalen. Omsætningshastigheden er således stort set uændret i hele analyseperioden.

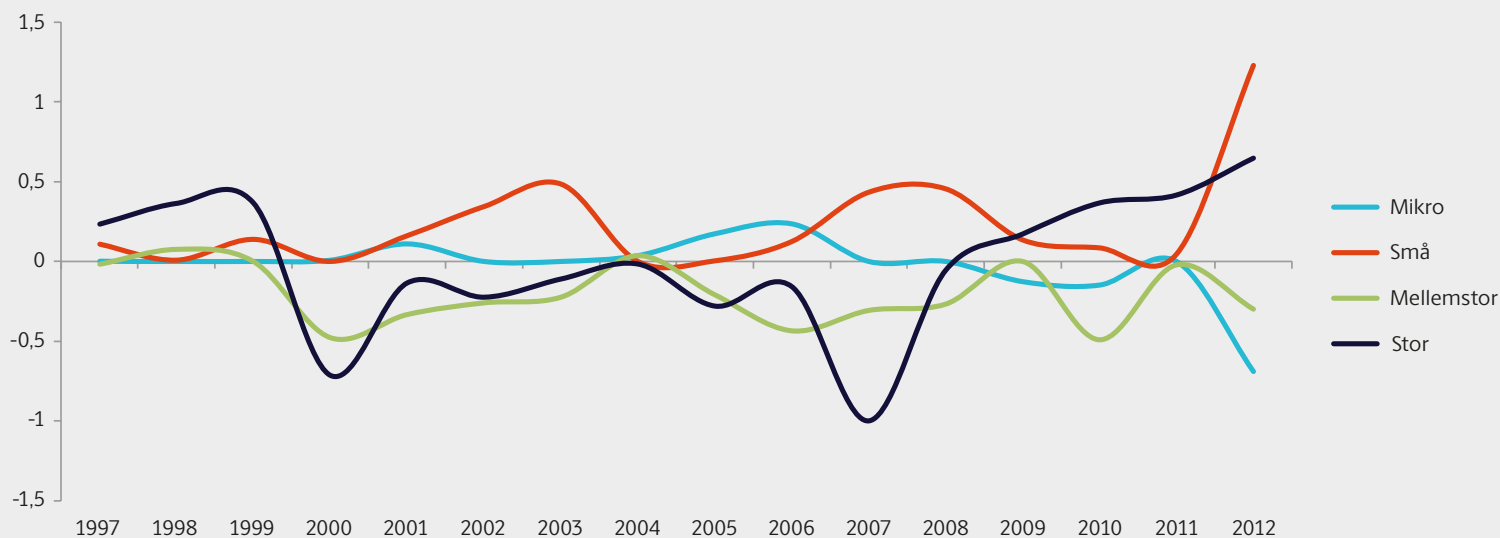


Omsætningshastighed, nettoarbejdskapital*

Effekten af størrelse

Mellemstore virksomheder har igennem hele perioden en lav omsætningshastighed for nettoarbejdskapitalen. Det samme gør sig gældende for store virksomheder frem til og med 2008. Fra 2009 løfter de store virksomheder deres omsætningshastighed relativt til andre virksomhedsstørrelser.

Især små virksomheder har igennem hele perioden en relativ højere omsætningshastighed for nettoarbejdskapitalen end den samlede population.



*I denne opgørelse er alle observationer med negativ arbejdskapital elimineret.

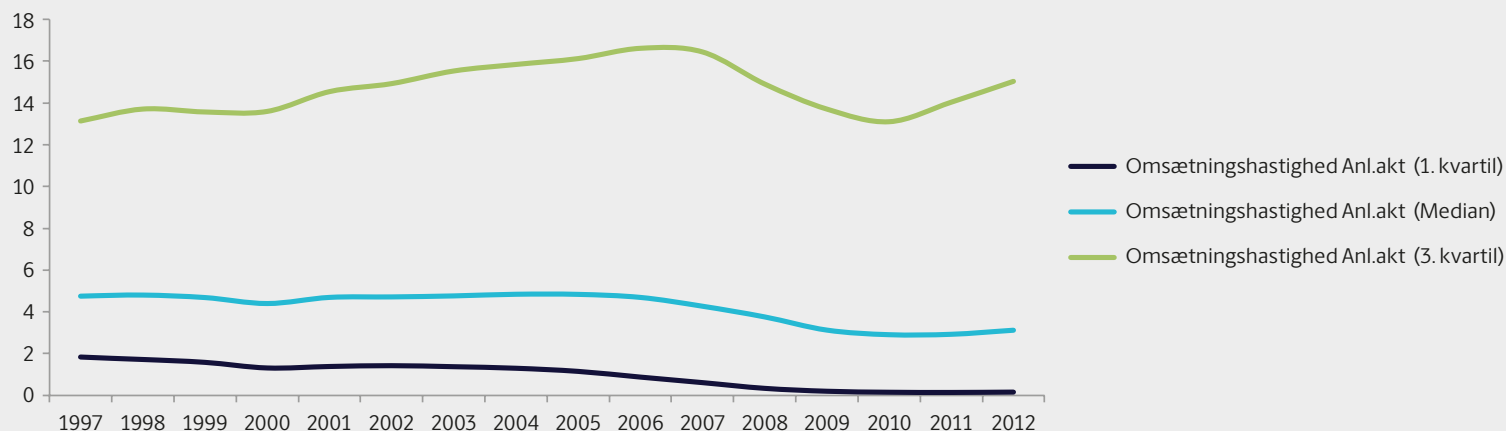
Omsætningshastighed, anlægsaktiver

(Omsætning/anlægsaktiver) Nøgletallet bruges til at vurdere hvor effektivt anlægsaktiver udnyttes

Virksomhedernes omsætningshastighed for anlægsaktiver falder fra 4,6 til 3,4 i perioden 1997 til 2012 (median). Der skabes derfor kun 3,4 kroner i omsætning per krone investeret i anlægsaktiver i 2012 mod 4,6 kroner i 1997. Med andre ord skal der bindes mere kapital i anlægsaktiver for at opnå én kroners omsætning. Den stigende kapitalbinding i investeret kapital over perioden, som blev observeret tidligere, kan derfor primært tilskrives den øgede pengebinding i anlægsaktiver. Det er især ved finanskrisens start, at virksomhederne oplever et fald i omsætningshastigheden.

Virksomheder med lav omsætningshastighed (1 kvartil) oplever et markant fald i omsætningshastigheden. Ikke rapporterede tal viser, at i 1997 havde 16% af virksomhederne en omsætningshastighed for anlægsaktiver under 1. Det tilsvarende tal var i 2012 vokset til ca. 35%.

Virksomheder med høj omsætningshastighed for anlægsaktiver (3. kvartil) oplevede som øvrige virksomheder et fald under finanskrisen. Til trods herfor er omsætningshastigheden for anlægsaktiver på et højere niveau i 2012 end i 1997.

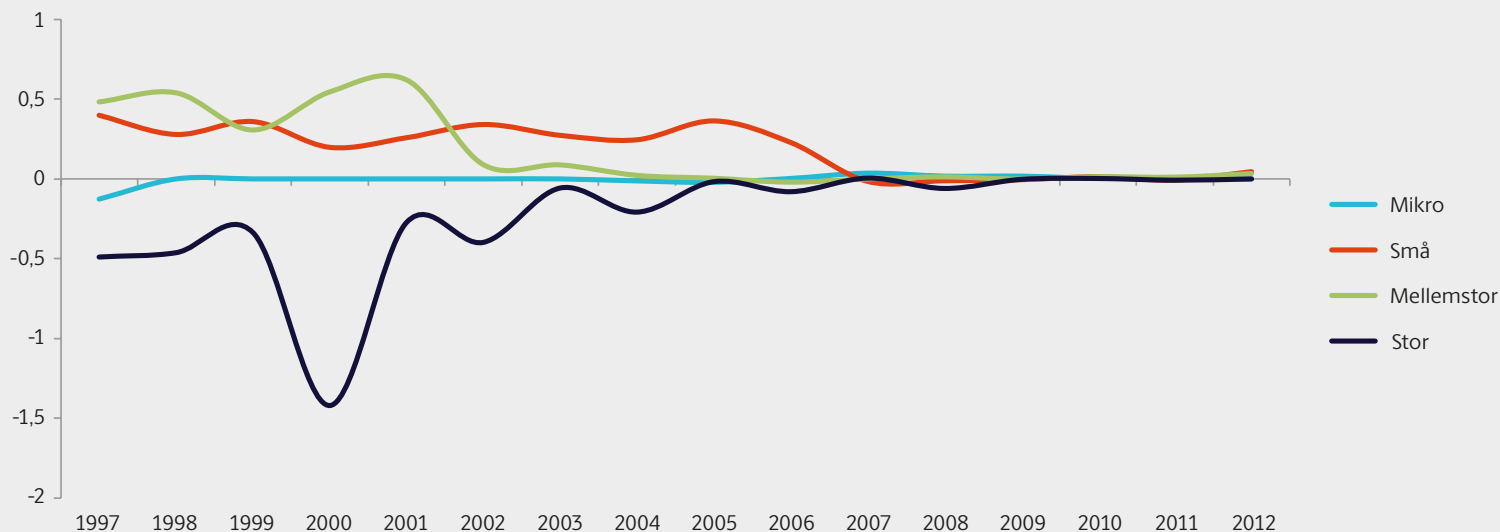


Omsætningshastighed, anlægsaktiver

Effekten af størrelse

I perioden frem til 2007 var store virksomheder mindre effektive i anvendelsen af deres anlægsaktiver end mindre virksomheder. Dette er den primære forklaring på, hvorfor store virksomheder har en lavere omsætningshastighed for investeret kapital frem til 2007.

Siden 2007 har danske virksomheder på tværs af størrelse stort set udnyttet deres anlægsaktiver lige effektivt. Dette er en væsentlig forklaring på, at omsætningshastigheden for investeret kapital, vi så ovenfor, er ens på tværs af virksomhedsstørrelser i samme periode.

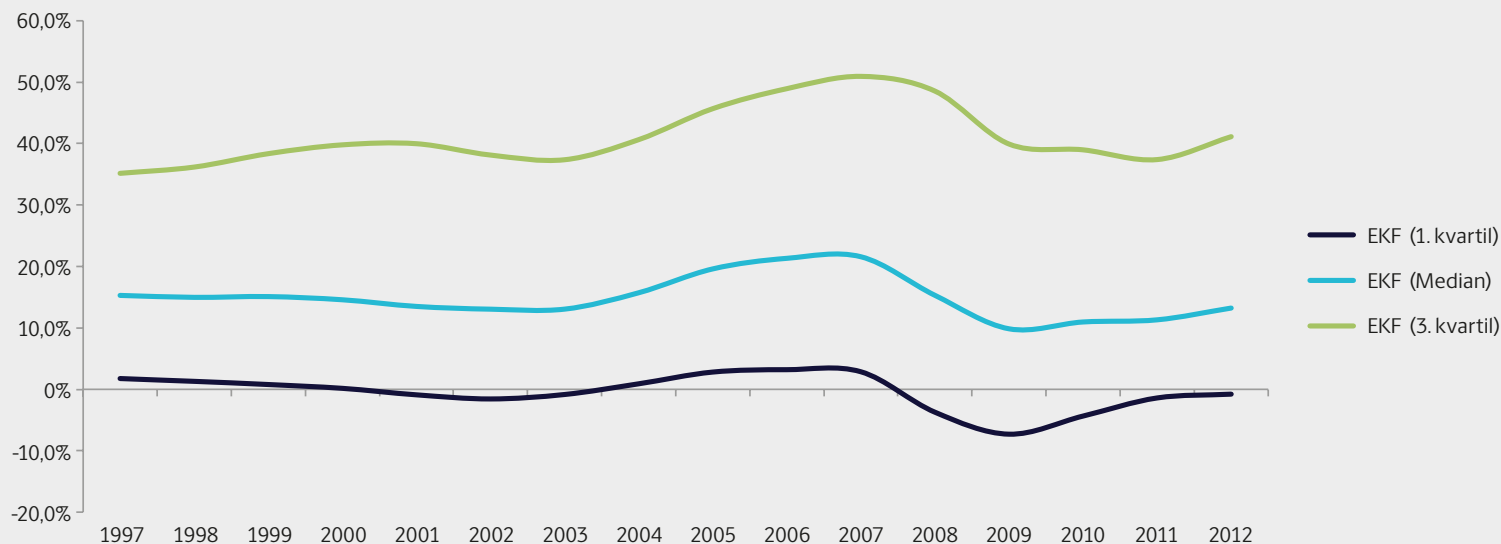


Egenkapitalforrentning

(Nettoresultat/egenkapital) Nøgletallet bruges til at vurdere ejernes afkast

Egenkapitalforrentning følger udviklingen i afkastningsgraden henover perioden. Den gennemsnitlige virksomhed har således oplevet et fald i egenkapitalforrentning fra 1997 (15%) til 2012 (13%). Særligt hårdt ramt er virksomhederne i perioden umiddelbart efter 2007.

Niveauet for egenkapitalforrentning er højere end for afkastningsgraden. Det indikerer, at virksomhederne udnytter den finansielle gearing til at løfte afkastet til ejerne.



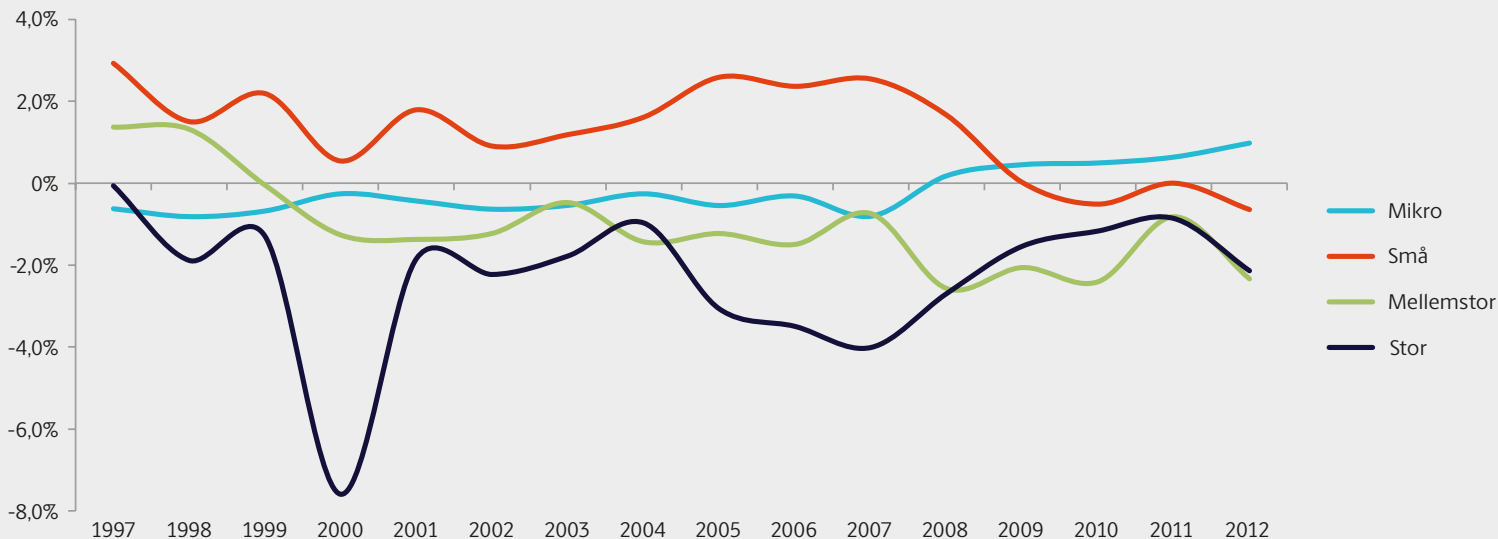
Egenkapitalforrentning

Effekten af størrelse

Frem til finanskrisens start har små virksomheder den højeste egenkapitalforrentning. Små virksomheders egenkapitalforrentning er dog særlig ramt efter finanskrisens start og falder til et niveau under mikro virksomheders egenkapitalforrentning.

Store og mellemstore virksomheder genererer de laveste egenkapitalforrentninger. Et tilsvarende mønster blev identificeret for afkastningsgraden – især frem til 2008.

For store virksomheder ses det, at den ringere afkastningsgrad, som forklarede ved en lavere omsætningshastighed på anlægsaktiver, også slår igennem på egenkapitalforrentningen.



Tema 2: Vækst

Nøgletal til beskrivelse af vækst

Til belysning af væksten blandt danske virksomheder er der i det følgende anvendt følgende nøgletal:

Nøgletal	Definition	Nøgletallet måler...
Omsætningsvækst*	$(\text{Omsætning}_t / \text{omsætning}_{t-1}) - 1$	Udviklingen i omsætningen

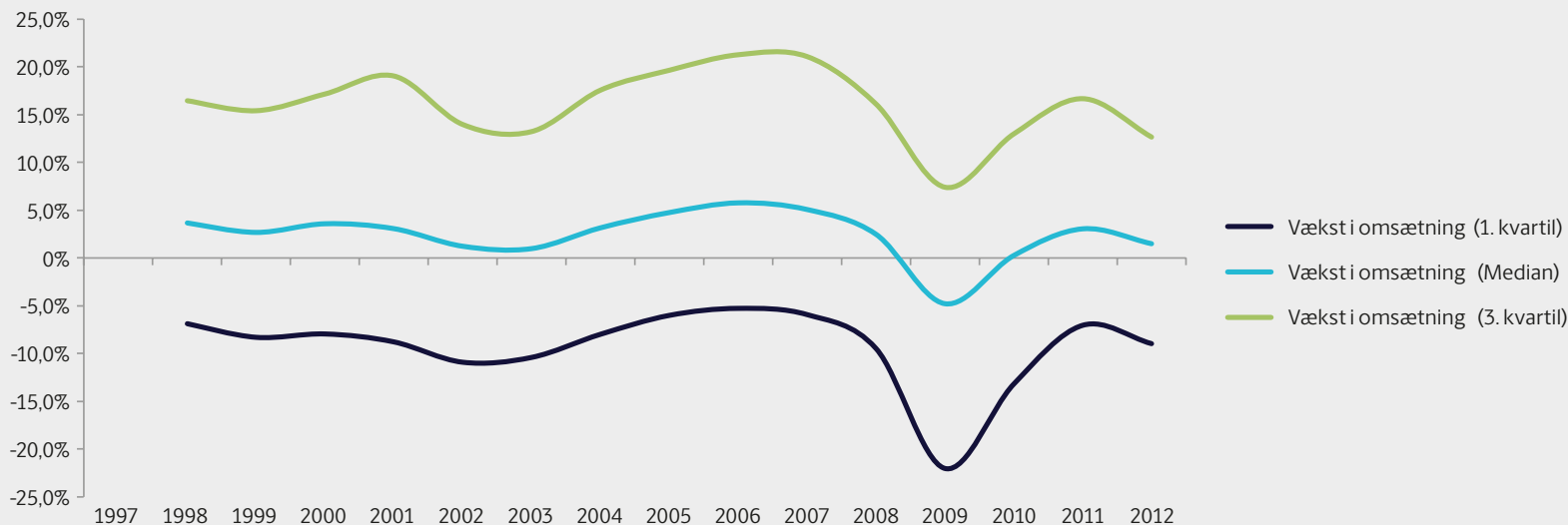
* Omsætningsvækst er kun medtaget for observationer, hvor regnskabsårene kommer lige efter hinanden.

Omsætningsvækst

$((\text{Omsætning}_t / \text{omsætning}_{t-1}) - 1)$ Nøgletallet bruges til at vurdere udviklingen i omsætningen

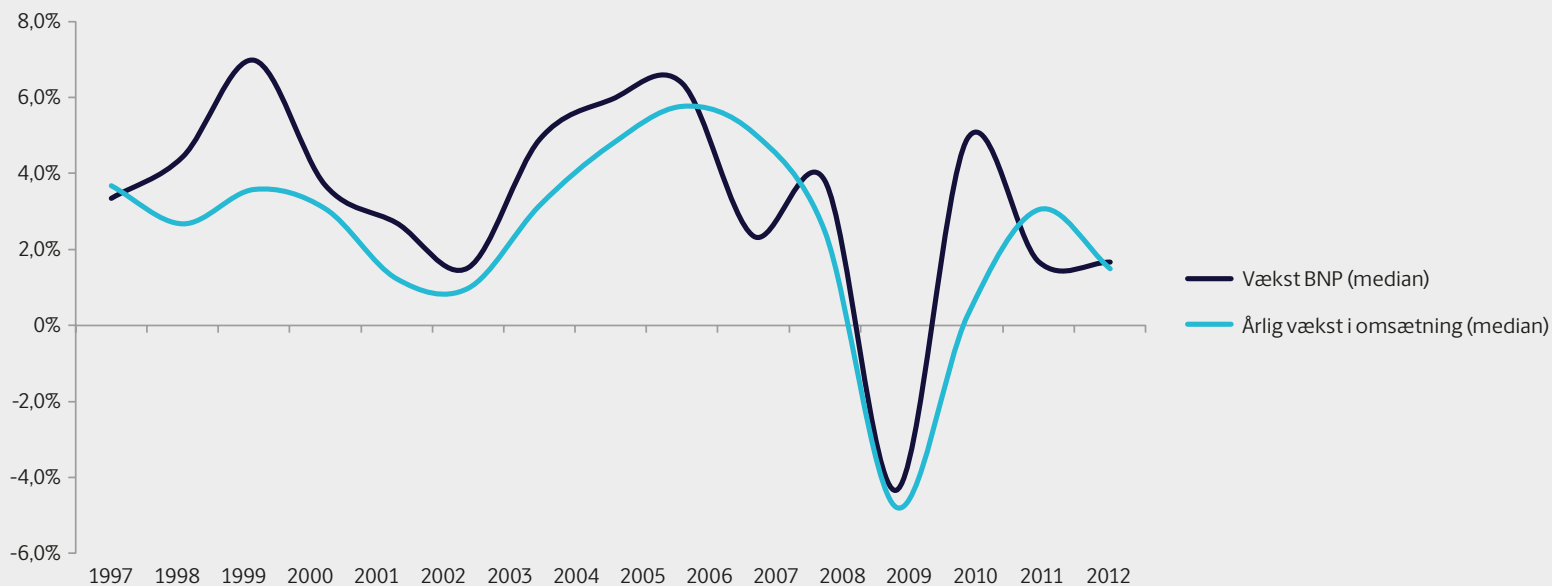
Omsætningen bliver tydeligt påvirket af konjunkturerne. Således øges omsætningsvæksten i perioden 2004-2007. Dernæst aftager omsætningsvæksten under finanskrisen og bliver faktisk negativ for mere end halvdelen af virksomhederne i 2008 og 2009.

Virksomhederne har vanskeligt ved at få løftet omsætningen i kølvandet på finanskrisen. Således er væksten i omsætningen stadig på et niveau, der er lavere end perioden før 2008. For gennemsnitsvirksomheden er væksten i omsætningen tæt på nul procent.



Sammenhæng mellem omsætning og BNP*

Der er som forventet en meget tæt sammenhæng mellem vækst i omsætningen og BNP væksten opgjort i løbende priser. Dette er ikke overraskende og styrker tilliden til dataene.



* Løbende priser

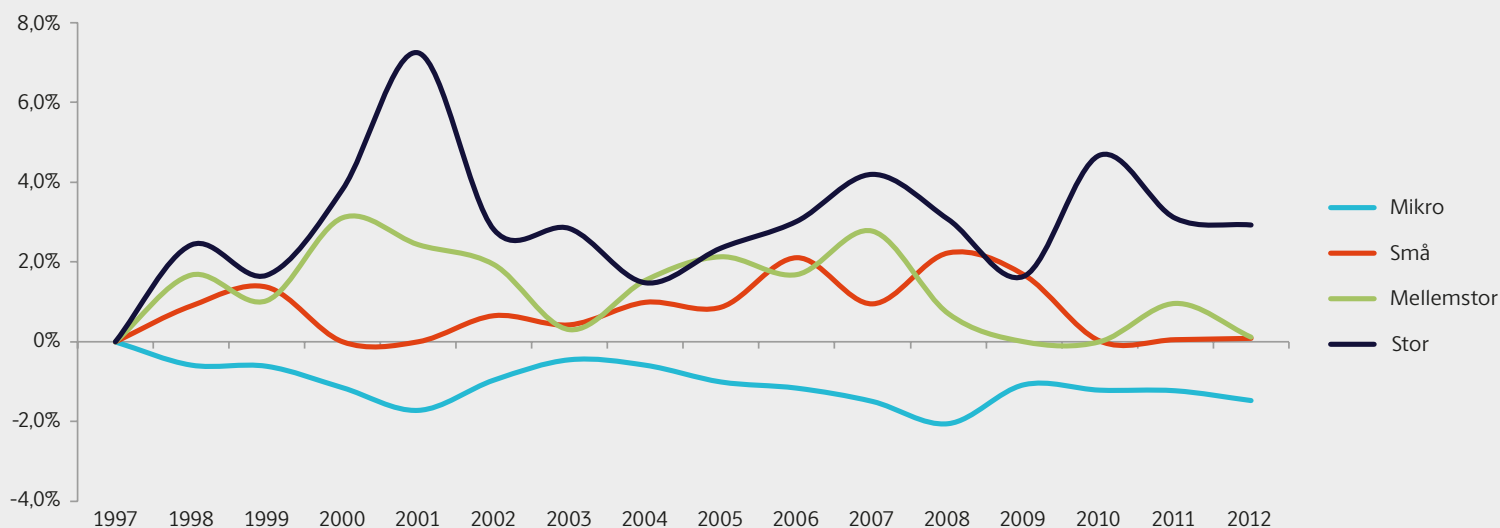
Omsætningsvækst

Effekten af størrelse

Store virksomheder har højere omsætningsvækst end populationen generelt. Dette er på sin vis overraskende, da antagelsen ofte er, at det er lettere at vokse, når man gør det fra et beskedent udgangspunkt. Omvendt vil en stærkt voksende virksomhed ikke forblive lille længe; med andre ord vil der forventeligt være en positiv sammenhæng mellem vækst og

størrelse, hvor sidstnævnte påvirkes af førstnævnte snarere end omvendt, som det første argument indikerer.

Det er især de helt små mikro virksomheder, som har vanskeligt ved at vokse. Mikro virksomheder har henover perioden vedvarende en lavere vækst end øvrige virksomhedsstørrelser.



Tema 3: Finansiell risiko

Nøgletal til beskrivelse af finansiell risiko

Til belysning af den finansielle risiko blandt danske virksomheder er der i det følgende anvendt følgende nøgletal:

Nøgletal	Definition	Nøgletallet måler...
Finansiell gearing	Nettorentebærende gæld/EBITDA	Den finansielle risiko
Soliditetsgraden	Egenkapital/balancesum	Soliditeten

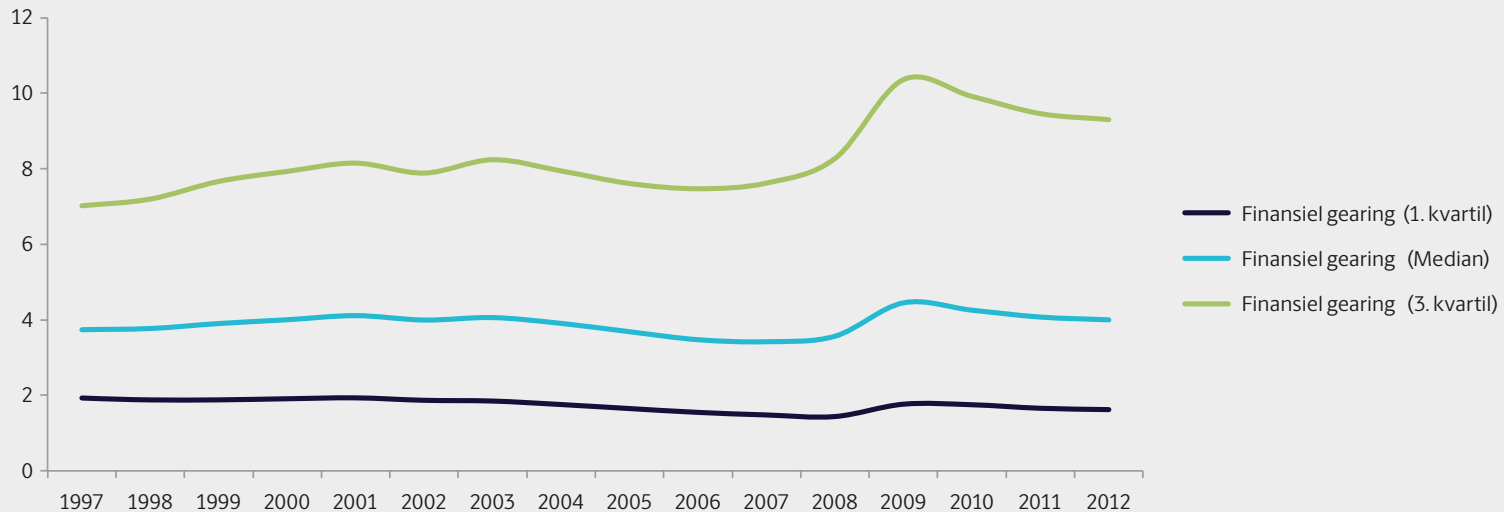
Finansiell gearing

(Nettorentebærende gæld/EBITDA) Nøgletallet bruges til at vurdere den finansielle risiko

Den finansielle gearing er relativt stabil frem til 2007. Derefter stiger nøgletallet i perioden 2008 og 2009. Der sker således en betydelig forøgelse af den finansielle risiko ved starten af finanskrisen. Denne risiko aftager kun langsomt efterfølgende og de virksomheder, der har den største finansielle gearing

målt ud fra gæld/EBITDA har endnu ikke fået nedbragt den til et niveau, der modsvarer niveauet før 2008.

Stigningen i gæld/EBITDA kan alene tilskrives en faldende EBITDA. Bortset fra et fald i gælden i 2008 er gælden uændret fra 2007 til 2012 (ej rapporteret).

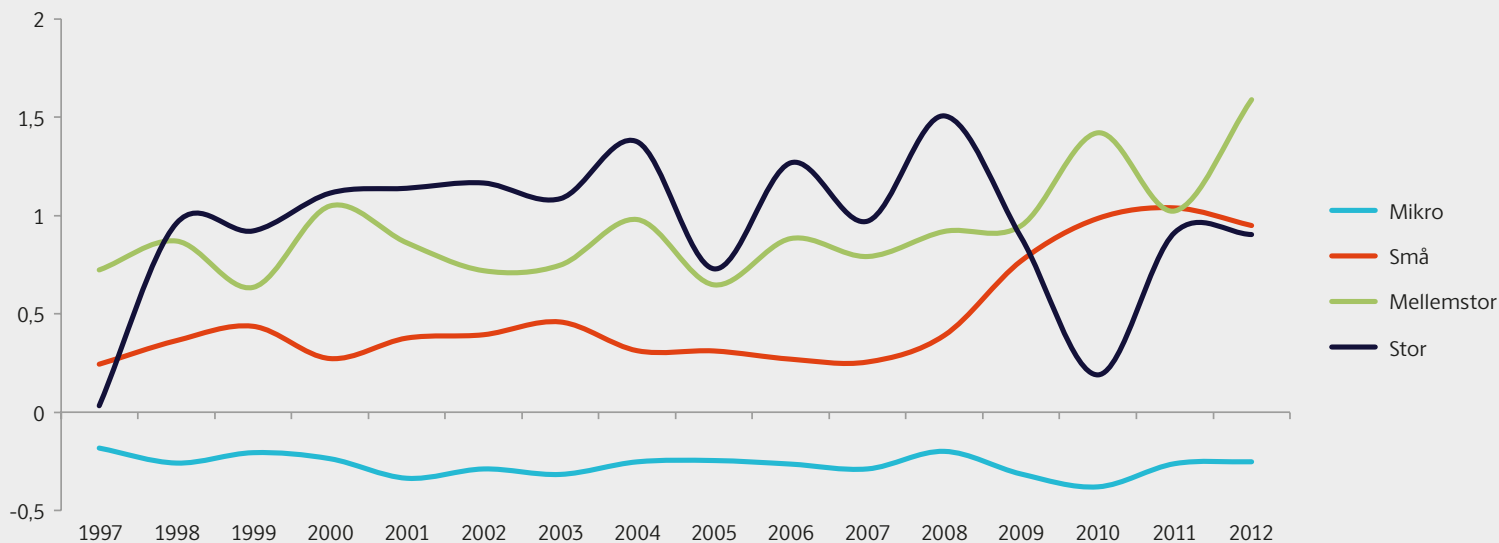


Finansiell gearing

Effekten af størrelse

Store virksomheder har frem til 2009 den højeste finansielle gearing målt ved gæld/EBITDA. Den høje gæld frem til 2009 kan ganske givet forklares ved en lavere driftsmæssig indtjening kombineret med en høj vækst i omsætningen.

Mellemstore virksomheder har generelt en høj finansiell gearing igennem hele perioden. Det kan ligeledes forklares med en lavere driftsmæssig indtjening kombineret med en høj vækst i omsætningen.

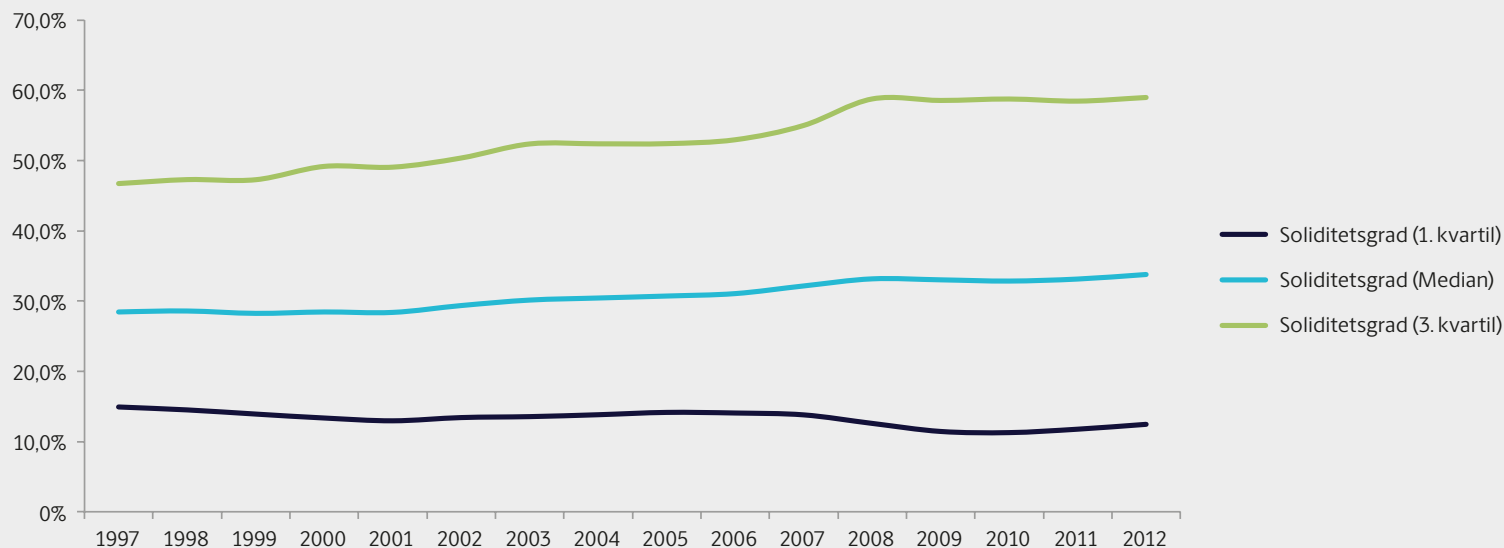


Soliditetsgraden

(Egenkapital/balancesum) Nøgletallet bruges til at vurdere soliditeten

For mange virksomheder er soliditetsgraden svagt stigende henover perioden. For gruppen med den højeste soliditetsgrad er stigningen henover perioden tydeligst (3. kvartil). Til gengæld falder soliditetsgraden under finanskrisen for den gruppe af virksomheder med den laveste soliditetsgrad (1. kvartil).

25% af de danske virksomheder har en soliditetsgrad på 12% eller mindre. Det vidner om, at en relativ stor andel af virksomhederne er finansielt udsatte og kun har en beskedent 'stødpude' i tilfælde af en finansiell krise.



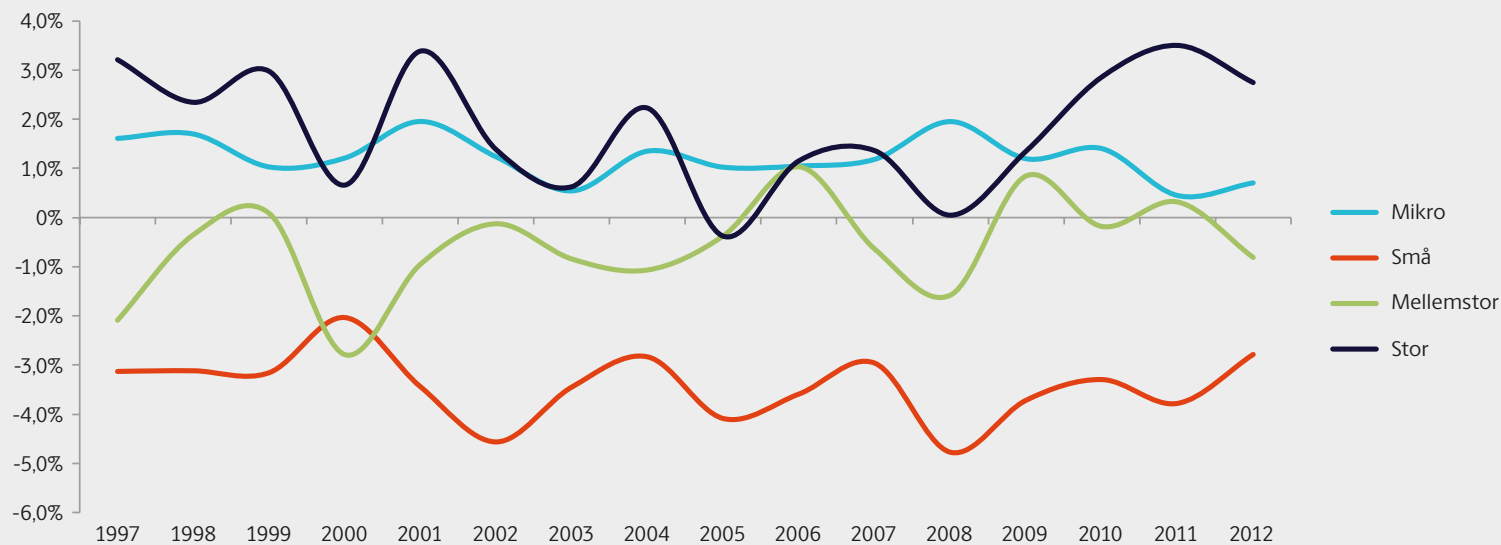
Soliditetsgraden

Effekten af størrelse

Mikro virksomheder eller helt store virksomheder er dem med den højeste soliditetsgrad.

Små virksomheder har en lavere soliditetsgrad end øvrige

virksomheder. Mellemstore virksomheder har generelt en lavere soliditetsgrad end mikro virksomheder og de store virksomheder.

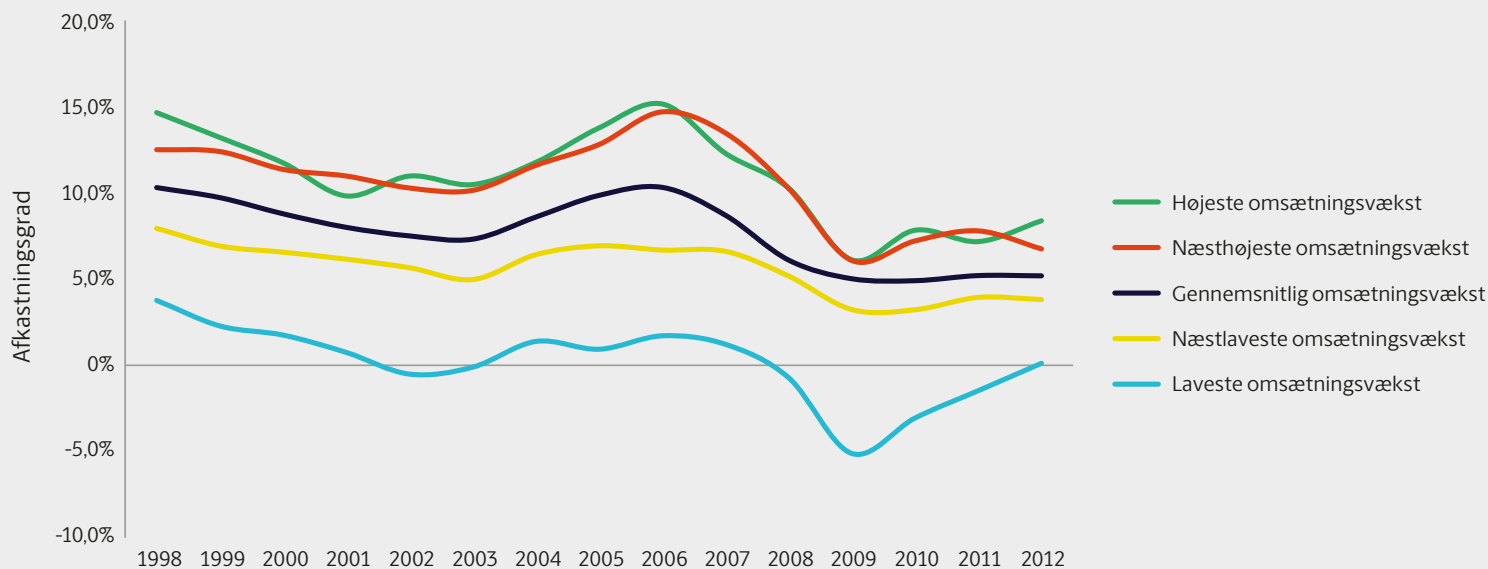


Tema 4: Sammenhæng

Sammenhæng mellem vækst og driftslønsomhed

For hvert år er dannet fem porteføljer efter størrelsen på omsætningsvæksten. Medianen for afkastningsgraden er efterfølgende beregnet for hver af de fem porteføljer. Som det fremgår, er der en positiv sammenhæng mellem vækst og afkastningsgrad. De virksomheder, der har høj

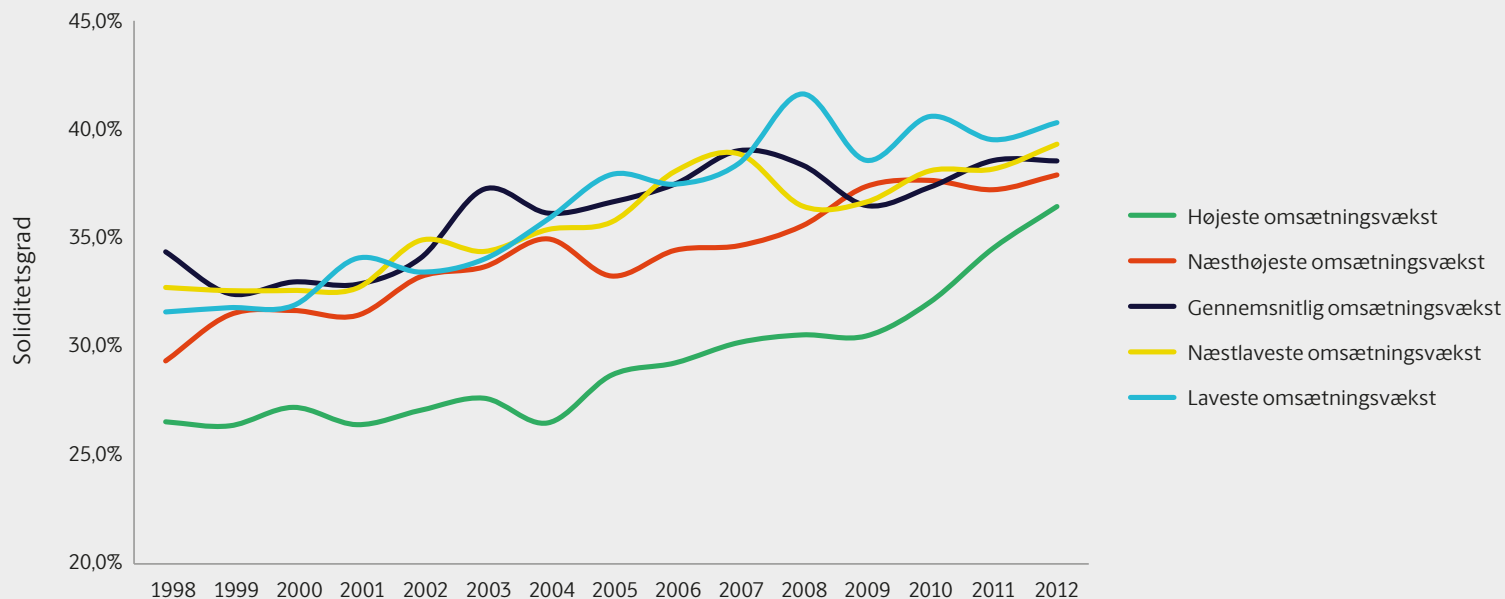
vækst, har også de højeste afkastningsgrader. Omvendt har de virksomheder med den laveste vækst også de laveste afkastningsgrader. For porteføljen af virksomheder med laveste vækst fluktuerer afkastningsgraden omkring nul i hele analyseperioden.



Sammenhæng mellem vækst og soliditetsgrad

Der synes at være en negativ sammenhæng mellem vækst og soliditetsgraden. Virksomheder med den højeste vækst har den laveste soliditetsgrad. Det indikerer som forventet, at

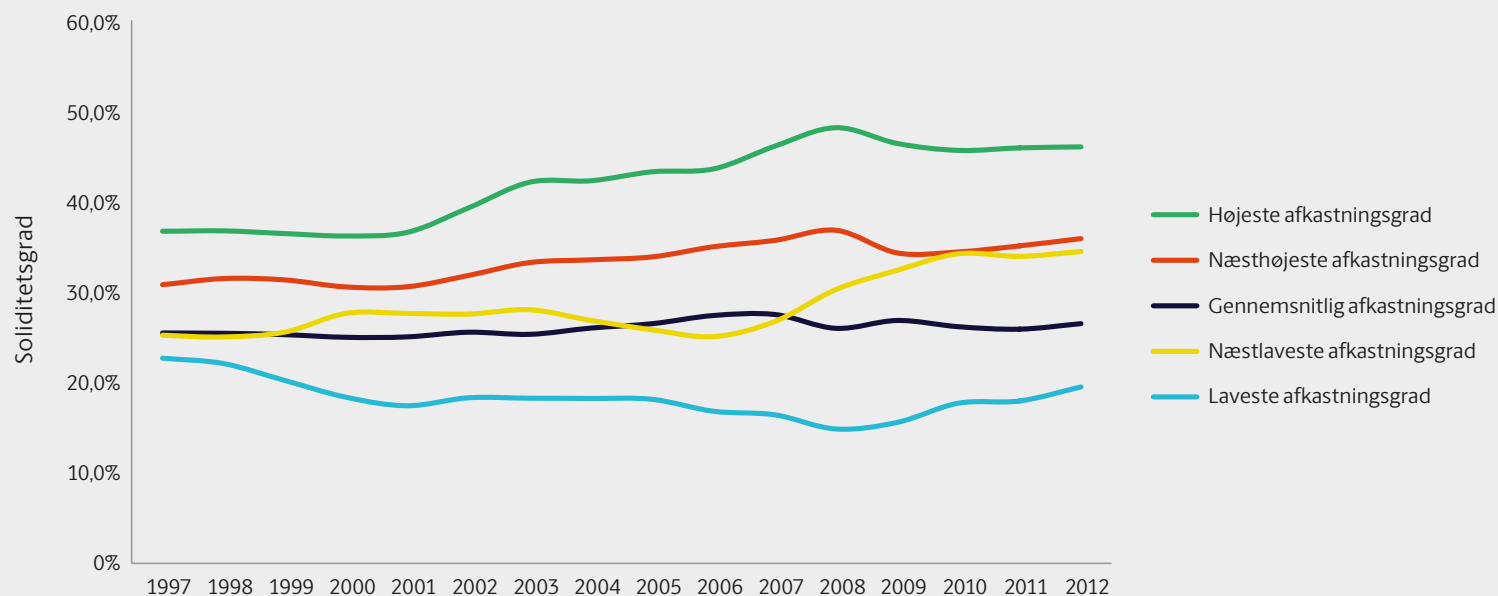
vækst kræver investeringer og trods en høj afkastningsgrad må vækstvirksomheder bero sig på en større gældsandel og dermed lavere soliditet.



Sammenhæng mellem driftslønsomhed og soliditetsgrad

Der er en sammenhæng mellem driftslønsomhed og soliditet. Virksomheder med den højeste driftslønsomhed har også den højeste soliditet. Omvendt har virksomheder med den laveste driftslønsomhed også den laveste soliditet. Dette er i tråd med forventningerne, da lav lønsomhed gør det vanskeligt at opbygge en tilfredsstillende soliditet.

Det er værd at bemærke, at der for selskaber, der placerer dem i gruppen med næstlaveste afkastningsgrader, ikke er så klare tendenser som for virksomhed med meget dårlig eller meget god lønsomhed





Kontakt

Erhvervspolitisk direktør Tom Vile Jensen
tvj@fsr.dk · tlf. 41 93 31 51

Kommunikationschef Anders Lau
ala@fsr.dk · tlf. 41 93 31 47

Analytiker Thomas Baadsgaard
tba@fsr.dk · tlf. 41 93 31 79

DANSKE
REVISORER

FSR