

# GENNEMSKU SELSKABERNES GÆLD

**Gæld kan både skaffe afkast og sende en virksomhed i graven. Derfor bør du som investor se på, om selskabet nedbringer sin gæld eller udlodder overskuddet til aktionærerne.**



DSV er kendt for en aktionærvenlig politik med udbytte og aktie-tilbagekøb. Selskabets soliditet hører derfor til i den lave ende af skalaen, og det indikerer en relativt høj gæld.

## Sådan vurderer du gælden

Vil du tjekke et selskabs gæld, kan du bruge virksomhedens soliditet som et vejledende nøgletal. Det angiver forholdet mellem egenkapital og balance. En høj soliditet indikerer, at virksomheden har en begrænset gæld, hvilket skaber mulighed for udlodning af ledige penge til aktionærerne. Normalt ligger soliditeten på 30-35 procent. Nøgletallet skal dog tages med forbehold, da egenkapitalen kan være pustet op via store goodwill-poster.

Derfor er det bedre at se på den såkaldte gældsratio, som viser forholdet mellem virksomhedens nettogæld og driftsoverskuddet før af- og nedskrivninger (EBITDA). Nøgletallet viser, hvor hurtigt virksomheden kan betale af på sin gæld. En gældsratio på 3-4 er normal, mens en ratio på 8-9 skaber panderynker hos analytikerne.

### UDVALGTE SELSKABERS GÆLD

Skemaet viser blandt andet, at DSV har en lav gæld på 2,2 gange EBITDA, hvilket indikerer, at selskabet hurtigt kan tilbagebetale sin gæld og derfor har råderrum til tilbagekøb af aktier.

	GÆLDSRATIO	SOLIDITET
DSV	2,2	23,2
DS Torm	-1	23,0
DS Norden	0,0	85,0

Kilde: Virksomhedernes regnskaber. Note1: Kan ikke beregnes, da Torm forventer underskud i år.

Sund fornuft tilsiger, at din opsparing ikke skal stå i banken til 0,25 procent i rente, mens dit boliglån flintrer af sted med 8 procent om året.

I en mere kompleks form gælder samme princip for virksomheder. Her handler det om, hvor virksomheden og dets aktionærer opnår det højeste afkast på deres kapital. Enten gennem afdrag på gælden eller via udlodning af ledige penge til aktionærerne

Isoleret set er gæld ikke dårligt for en virksomhed. Men den kan blive så stor, at den trækker selskabet og kursen på dine aktier tæt på afgrunden og i sidste ende ud over kanten. Kunsten er at ramme det optimale niveau af gæld uden at gøre virksomheden alt for sårbar.

### Et typisk dilemma

Lad os se gælden ud fra en positiv vinkel og antage, at en virksomhed eksempelvis har valget mellem at bruge 100 millioner kroners overskud på at betale af på sin gæld eller opkøbe egne aktier. Virksomhedens gæld koster



Rederiet Norden er stort set gældfrit, mens konkurrenten Torm har udloddet store udbytter, som har bragt selskabet tæt på en konkurs.

i vores eksempel 4 procent i årlig rente – og det vil sige, at selskabet sparer 4 millioner kroner årligt ved at afdrage på gælden – svarende til et afkast på 4 procent. Og her er spørgsmålet altså, om virksomheden kan opnå et højere afkast ved at bruge de 100 millioner kroner på en anden måde.

Antager vi videre, at virksomhedens aktie handles til kurs 100, og at indtjeningen pr. aktie udgør 10 kroner, svarer det til et afkast på 10 procent. Så her vil det altså bedre kunne betale sig for selskabet at bruge de 100 millioner kroner på at opkøbe egne aktier – eller alternativt udbetale pengene som udbytte, så aktionærerne selv kan købe flere aktier.

Måske kan det endda betale sig for virksomheden at optage yderligere lån – populært sagt at øge gearingen. Teoretisk set

burde en højere gearing ikke levere et højere afkast, da den modsvares af en højere risiko og dermed lavere aktiekurs. Men i praksis har virksomheder med en veludviklet sans for placering af kapital, hvor den giver størst afkast, et højere afkast end andre virksomheder.

Det fremgår af en undersøgelse fra konsulentfirmaet McKinsey fra marts 2012.

### Tallenes tydelige sprog

Ifølge undersøgelsen handler det grundlæggende om, at økonomichefen hele tiden skal sørge for at få det største afkast af den kapital, han råder over. Altså ikke noget med at parkere den ledige kapital i obligationer, på en bankbog eller i uudnyttede lånerammer.

McKinsey har inddelt selskaberne i tre grupper efter såkaldt capital reallocation, som kan oversættes til udnyttelsesgraden af den ledige kapital. Virksomheder med en lav udnyttelsesgrad har over en 15-årig periode leveret et gennemsnitligt afkast på 7,8 procent, mens virksomhederne med den højeste udnyttelsesgrad har givet aktionærerne et gennemsnitligt årligt

## SE EFTER HØJ UDNYTTESGRAD

Konsulentfirmaet McKinsey har beregnet det årlige afkast til amerikanske aktionærer fra 1990-2005 i forhold til, hvor gode virksomhederne har været til at udnytte deres kapital.

UDNYTTESGRAD	ÅRLIGT AFKAST
Høj	10,2 %
Mellem	8,9 %
Lav	7,8 %

Kilde: McKinsey Quarterly marts 2012

afkast på 10,2 procent.

Transportvirksomheden DSV eksemplificerer meget godt problemstillingen. Selskabet har gennem mange år været kendt for sine aktionærvenlige tiltag i form af aktietilbagekøb og udbetaling af udbytte, hvis virksomheden ikke har fundet bedre anvendelse for pengene andre steder. Dermed har gælden været høj og egenkapitalen lille. Men netop eksemplet med DSV viser også, at den kombination kan være farlig, når 100-års stormen rammer finansmarkederne. Det gjorde sig især gældende for DSV efter købet af transportkoncernen ABX i 2008. Her måtte DSV udstede nye aktier for at finansiere købet, men tøvede. I mellemtiden halvede finanskrisen kursen på DSV-aktien, så virksomheden i sidste ende blev tvunget til at udstede nye aktier til kurs

58,50 – blot et år efter, at den havde tilbagekøbt aktier til kurs 119.

### Her er gælden gået galt

I rederiet Torm er gældssituationen direkte livstruende. I en branche med fårnhøje udsving i indtjeningen har Torm udloddet store udbytter i stedet for at afdrage på gæld, og det har været med til at bringe rederiet på fallittens rand. Modsat er det gået med konkurrenten Norden, der stort set er gældfri. Norden har sparet op til dårlige tider og har mulighed for at manøvrere uskadt gennem krisen på tørlastmarkedet.

Med andre ord er selskabets stiftelse af gæld et tveægget sværd. Gæld kan give ekstra penge til dig som aktionær gennem udlodning af overskud, men det kan også tvinge et selskab i knæ, hvis indtjeningen pludselig svigter. ■

” I en branche med fårnhøje udsving i indtjeningen har Torm udloddet store udbytter. Det har været med til at bringe rederiet på fallittens rand.