

Juni 2020



KAPITALBEHOVET I DANSK ERHVERVSLIV EFTER CORONAEN

Hvor stor skal en national krisefond være?

Rapport udarbejdet af
Palle Sørensen og Joachim Sperling

AXCELFUTURE
ERHVERVSLIVETS TÆNKETANK

HOVEDKONKLUSIONER

- COVID-19 krisen har ramt dansk økonomi med stor styrke, og erhvervslivet oplever i øjeblikket store tab. Det umiddelbare svar var en række akutte hjælpepakker, som forsøger at holde hånden under økonomien og danske arbejdspladser. Disse hjælpepakker vil dog med stor sandsynlighed blive udfaset i de kommende måneder, og spørgsmålet er, om der reelt er behov for andre tiltag? Fx har Venstre foreslået en krisefond til eksportvirksomheder med penge fra private investorer og en statslig garantistillelse.
- Forslaget skal ses i sammenhæng med de substantielle tab, som danske virksomheder oplever i øjeblikket. En tidligere analyse af Axcelfuture og PwC vurderede, at tabet af bogført egenkapital bliver i omegnen af 65 mia. kr., når vi når 8. juli, trods flere hjælpepakker.
- På den lidt længere på bane må krisen forventes at ændre karakter fra en nedlukningskrise til mere 'normal' recession, hvor navnlig eksportvirksomhederne rammes hårdt på grund af en brat nedgang i verdenshandlen.
- I denne analyse skønner vi, at tabet af egenkapital i danske virksomheder bliver i omegnen af 107 mia. kr. for hele 2020. En krisefond vil dog kun skulle dække dele af dette tab. Fx har nogle selskaber betydelige egenkapitalbuffer eller et meget dårligt finansielt udgangspunkt. Derudover skønnes nogle af selskaberne at være for små til direkte egenkapitaltilførsler.
- Hvis fondskonstruktion skal dække alle brancher, er der tale om et egenkapitalbehov på op imod 33 mia. kr. En krisefond fokuseret på eksportvirksomhederne vil skulle være på op imod 18 mia. kr. Til sammenligning er egenkapitalbehovet i oplevelsesøkonomien ca. 2 mia. kr. Det bør dog bemærkes, at skønnet er baseret på en række restriktive antagelser, og dermed er forbundet med betydelig usikkerhed.
- Det bør overvejes, hvilket specifikt fokus en national krisefond bør have. Eksempelvis kunne overvejelser om begrænsninger for de største selskaber være relevant, da disse selskaber ofte vil have bedre adgang til internationale kapitalmarkeder og dermed have begrænset behov for statslig garantistillelse.

BAGGRUND

Først foreslog Lars Løkke Rasmussen en national krisefond, og senere fulgte Jakob Ellemann-Jensen trop med et forslag om en krisefond til eksportvirksomhederne med penge fra private investorer og en statslig garantistillelse. Forslaget kunne være en naturlig forlængelse af udfasningen af de eksisterende hjælpepakker, som udløber 8. juli – dog er lønkompensationsordningen forlænget til d. 29. august.

Forslagene skal ses sammenhæng med de substantielle tab, som danske virksomheder oplever i øjeblikket. En tidligere analyse af Axcelfuture og PwC vurderede, at tabet af bogført egenkapital bliver

i omegnen af 65 mia. kr., når vi når 8. juli, trods effekten fra en palette af hjælpepakker.¹ Analysen pegede også på, at krisen på den korte bane særligt rammer restaurationsbranchen, hoteller, flybranchen og oplevelsesøkonomien. Det er ikke overraskende, da netop disse brancher er/var særligt hårdt ramt af nedlukningen af samfundet.

På den lidt længere bane må krisen forventes at ændre karakter fra en nedlukningskrise til mere 'normal' recession, hvor navnlig eksportvirksomhederne rammes hårdt på grund af en brat nedgang i verdenshandlen. Den indenlandske efterspørgsel forventes også at falde på grund af fx lavere beskæftigelse, større usikkerhed og faldende boligpriser, men ikke i samme omfang som eksporten. Det skyldes bl.a., at øget offentligt forbrug vil være med at holde hånden under den indenlandske efterspørgsel, og at Danmark ser ud til at klare sig bedre gennem krisen økonomisk end mange andre lande². Udfordringerne for eksportvirksomhederne skal også ses i sammenhæng med de aktuelle hjælpepakker, som i høj grad er målrettede virksomheder med et pludseligt fald i omsætning som følge af Coronakrisen. Eksportvirksomhederne vil i højere grad opleve et gradvist fald i omsætningen og det kompenseres ikke i samme omfang som f.eks. restaurationsbranchen.

Mange selskaber vil derfor få betydelige underskud i 2020, og dermed forsvinder en del af egenkapitalen. Det kan have en række negative effekter, fx bliver det mere udfordrende at løse likviditetsudfordringer gennem lån, når soliditeten er lav. Dermed står danske virksomheder dårligere rustet fremadrettet, da selskabernes købekraft, fx i forbindelse med opkøb, mindskes. Der er derfor et behov for at rekapitalisere danske selskaber efter Coronakrisen.

Denne analyse stiller skarpt på behovets størrelse ved udgangen af 2020, herunder hvor meget egenkapital, der ventes at forsvinde, og hvilke brancher der rammes. Der er tale om skøn baseret på egne beregninger kalibreret til forventningerne til den økonomiske udvikling, som Finansministeriet skønner. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at disse skøn i høj grad er afhængige af de beregningstekniske forudsætninger, og dermed er forbundet med betydelig usikkerhed.

2020 BLIVER ET UDFORDRENDE ÅR FOR ERHVERVSLIVET

Finansministeriet vurderer i sin nyeste redegørelse fra maj, at bruttoværditilvæksten for de private byerhverv falder med 7,1% i 2020.³ Kombineres dette med kvartalsfordelingen i konvergensprogrammet fra maj, svarer det ca. til en nedgang på 3,4% i første kvartal, 10,4% i andet kvartal, 7,9% i tredje kvartal og 6,7% i fjerde kvartal.⁴ Med andre ord forventes krisen at påvirke økonomien resten af året i et betydeligt omfang.

Krisen ramte i første omgang særligt restauranter, hoteller, oplevelsesøkonomien, flybranchen og dele

¹ Se <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2020/covid-19-okonomiske-konsekvenser-dansk-erhvervsliv.pdf>

² <http://www.oecd.org/economic-outlook/>

³ Se https://fm.dk/media/18039/okonomisk_redegoerelse_maj_2020_a.pdf, s. 25.

⁴ Egne beregninger på dataark til Danmarks konvergensprogram 2020, figur 2.1.

af detailhandlen. Det skyldes hovedsageligt de restriktioner, der blev indført i starten af marts. Andre brancher blev også ramt, herunder til dels på grund af voldsom usikkerhed, men også frygten for manglende likviditet kan have ramt dynamikken i erhvervslivet.

Der er dog allerede tegn på bedring. Fx viser den såkaldte '*spending monitor*' data fra Danske Bank, at danskerne skyndte sig til frisøren efter restriktionerne blev hævet, og allerede nu er forbruget næsten tilbage på et aktivitetsniveau svarende til før krisen. Samtidig viser restauranter og hoteller også tegn på bedring og i slutningen af maj lå de i hhv. indeks 80 og 50 (fra hhv. indeks 22 og 10 da det var værst). Disse brancher må dog forventes at være underdrejet resten af året, navnlig i hovedstadsområdet hvor turismen står for en stor del af omsætningen.

I tredje og fjerde kvartal forventes krisen at ændre karakter. Således er en stor andel af restriktionerne ophævet, hvilket vil være en stor forbedring for mange af brancherne, der blev hårdt ramt af nedlukningen. Til gengæld rammes økonomien i højere grad af lavere privatforbrug, bl.a. pga. stigende ledighed, større usikkerhed og pres på boligpriserne. For hele året forventer Finansministeriet, at den indenlandske efterspørgsel ekskl. lagerændringer falder med 3,1 pct. Endnu værre ser det ud for eksporten, der forventes at falde med 8,9 pct. Det betyder, at eksportvirksomhederne alt andet lige må forventes at blive hårdt ramt i andet halvår af 2020. Ydermere kan Danmark rammes af en anden bølge af COVID-19 smitte, der fører til nye restriktioner.

Det gradvise fald i eksporten betyder, at eksportvirksomheder ikke er kompenseret i samme grad gennem hjælpepakkerne, da kompensationsgraden har fulgt omsætningsnedgangen. På den anden side har eksportvirksomhederne bedre mulighed for at tilpasse sine omkostninger, når omsætningen rammes mere gradvist. Det kan ske gennem en løbende justering af antallet af medarbejdere. Omvendt måtte fx butikker lukke fra den ene dag til den anden, hvilket gjorde det nødvendigt med hjælpepakker. Det bør selvfølgelig bemærkes, at nogle eksportvirksomheder også har været hårdt ramt i den første del af krisen bl.a. på grund af sammenbrud i globale værdikæder mv.

Disse observationer er lagt til grund for udarbejdelsen af de branchespecifikke scenarier for resten året, se appendiks for en detaljeret gennemgang.

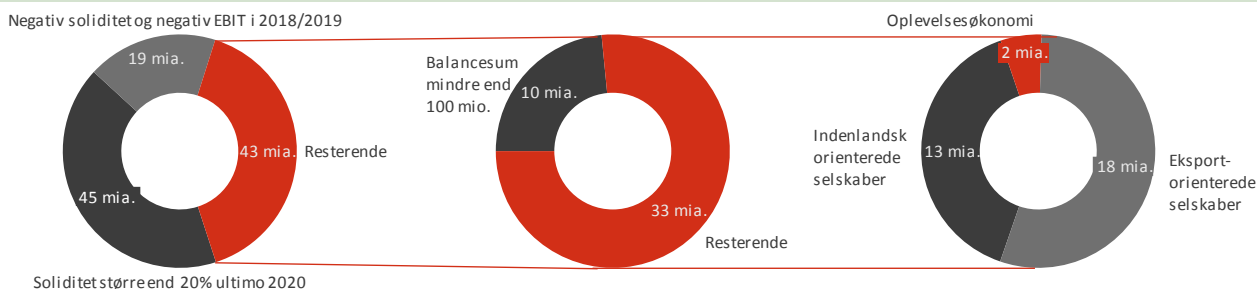
ET KAPITALBEHOV PÅ OP IMOD 33 MIA. KR.

Det samlede tab af egenkapital skønnes til i omegnen af 107 mia. kr. ultimo 2020 til trods for hjælpepakkerne, se figur 1 og boks 1 for en kort beskrivelse af metoden.⁵ En del af dette tab sker dog i selskaber, som både havde negativ soliditet og indtjening (EBIT) i seneste regnskabsår. Efter deisen, at man ikke skal kaste gode penge efter dårlige, er det nok usandsynligt, at meningsfuldt kan tilføres ny egenkapital til disse virksomheder i et betydeligt omfang. Tabet af egenkapital udgør 19 mia. kr. i disse selskaber. Til gengæld har mange selskaber en betydelig egenkapitalbuffer. Konkret skønnes 45

⁵ Bemærk at dækningen af faste udgifter udløber 8 juli og lønkompensationsordningen er forlænget til 29. august.

mia. kr. af tabet af egenkapital at ske i virksomheder, der trods tab i løbet af året har en soliditetsgrad på mere end 20% ved udgangen af året.⁶ Disse virksomheder vil kun i begrænset omfang have behov for ny egenkapital. Det efterlader et tab af egenkapital på i omegnen af 43 mia. kr. i de resterende selskaber.

FIGUR 1: SKØN FOR KAPITALBEHOVET



Kilde: Egne beregninger, se appendiks for detaljeret gennemgang af data, metode og antagelser.

Ud af tabet på 43 mia. kr. er ca. 10 mia. kr. i selskaber med en balancesum på mindre end 100 mio. kr. Det må forventes, at fx en krisefond kun i begrænset omfang kan imødekomme egenkapitalbehovet i helt små virksomheder. Der er således betydelige omkostninger forbundet med at vurdere selskabernes økonomi, og derfor skal investeringen have en vis størrelse for at være interessant på markedsvilkår. Der tages i øvrigt ikke stilling til, om dette krav er hensigtsmæssigt fra et økonomisk perspektiv.

BOKS 1: KORT BESKRIVELSE AF METODE

Fremskrivningen er baseret på de nyeste regnskaber fra ca. 35.000 danske selskaber. For disse selskaber skønnes udviklingen i virksomhedernes økonomi på baggrund af branchespecifikke fremskrivninger for udviklingen i bruttoværditilvæksten i de enkelte kvartaler. De branchespecifikke fremskrivninger er egne skøn baseret på en række kilder og lavet med henblik på at ramme finansministeriets nyeste makroskøn for 2020.

Metoden tager højde for henholdsvis hjælpepakker og det faktum, at fx personaleomkostninger over tid bliver mere fleksible. Tabet af egenkapital beregnes på virksomhedsniveau, hvorefter det aggregeres og til sidst skaleres til alle danske virksomheder.

Metoden beror på en række restriktive antagelser og er derfor forbundet med betydelig usikkerhed. Appendiks indeholder en detaljeret beskrivelse af data, metode og antagelser.

Det efterlader et kapitalbehov på op imod 33 mia. kr. fordelt på ca. 500 selskaber, hvis både oplevelsesøkonomien, indenlandsk orienterede og eksporterede brancher skal dækkes, se også tabel 1.

⁶ Bemærk at denne grænse er delvist arbitrær jf. ovenstående diskussion om optimal kapitalstruktur. En soliditet på 20% repræsenterer dog empirisk en relativt velkapitaliseret virksomhed.

TABEL 1: EGENKAPITALBEHOV, ANTAL ANSATTE OG ANTAL SELSKABER PÅ TVÆRS AF SELSKABSKATEGORIER

	Egenkapitalbehov (mia. kr.)	Antal ansatte i selskaber med kapitalbehov	Antal selskaber
Indenlandsk-orienterede selskaber (ekskl. oplevelsesøkonomi)	13 mia. kr.	23.000	150
Oplevelsesøkonomi	2 mia. kr.	11.000	40
Eksportorienterede selskaber (ekskl. oplevelsesøkonomi)	18 mia. kr.	75.000	330

Anm.: Oplevelsesøkonomien er defineret som luftfart, hoteller og restauranter, Rejsebureauer, kunst, kultur og spil samt sport, forlystelsesparker og andre fritidsaktiviteter.

Kilder: Egne beregninger baseret på regnskabsdata, se appendiks.

Egenkapitalbehovet er ca. 13 mia. kr. i de indenlandskorienterede brancher (ekskl. oplevelsesøkonomien). Det skønnes, at ca. 150 selskaber opfylder de opstillede krav, og disse selskaber har ca. 23.000 ansatte. For selskaber i oplevelsesøkonomien vurderes behovet til ca. 2 mia. kr. fordelt på ca. 40 selskaber med i omegnen af 11.000 ansatte.

EN MULIG LØSNING KUNNE VÆRE EN NATIONAL KRISEFOND

Da sundhedskrisen ramte Danmark, og samfundet blev lukket ned, var det hurtige svar en række hjælpepakker. Hjælpepakkerne var akutte indgreb, der skulle håndtere en helt ekstraordinær situation. Ideen var, at hjælpen skulle være omfattende og komme hurtigt, så der blev skabt sikkerhed om kompensationen og forhindrede omfattende afskedigelser på den korte bane.

På den lidt længere bane er det dog hensigtsmæssigt, at disse hjælpepakker udfases i takt med, at restriktionerne ophæves. Dette har også været anbefalingen fra Regeringens økonomiske ekspertudvalg, der fx påpeger, at "en udfasning af hjælpepakkerne bør ske samtidig med at mere traditionel ekspansiv finanspolitik tager over".⁷ Det vil bl.a. være med til at sikre, at markedsmekanismerne ikke er sat ud af kraft i en længere periode.

Men selv med hjælpepakkerne vil danske selskaber lide store tab, og på sigt vil udfasningen af

⁷ Se <https://fm.dk/media/18033/rapport-fra-den-oekonomiske-ekspertgruppe-vedroerende-udfasning-af-hjaelpepakker.pdf>

hjelpepakkerne skabe yderligere udfordringer. Det har den konsekvens, at soliditeten falder i virksomhederne, hvilket bl.a. kan gøre det mere udfordrende at dække likviditetsbehov med fremmedkapital. Det mindsker også selskabernes finansielle råderum fx med henblik på opkøb eller investeringer. Man kunne også frygte, at danske selskaber suboptimalt vælger at neddrøse produktionen med henblik på at øge soliditeten gennem overskud over en årrække.

Konsekvensen bliver, at det vil være hensigtsmæssigt, at mange selskaber henter ny egenkapital, hvilket dog kan være udfordrende på markedsvilkår på grund af:

- Stor usikkerhed som følge af krisen kan gøre vilkårene ufordelagtige, således at udvandingen af aktierne bliver for stor til, at de eksisterende ejere er interesserede.
- Kan have geopolitiske konsekvenser. Fx har Margrethe Vestager luftet frygt for betydeligt kinesisk ejerskab af europæiske selskaber.
- Der kan også være udfordringer med såkaldte 'equity gaps', altså dele af egenkapitalmarkederne der ikke er velfungerende.

Det er dog svært at sige præcist, hvad egenkapitalbehovet er. Eller med andre ord hvad den optimale kapitalstruktur (altså fordelingen mellem egen- og fremmedkapital) er. Generelt vil det bl.a. afhænge af, hvilken branche man opererer i og behovet for fysiske aktiver. Men det er nok ikke helt ved siden af at antage, at kapitalstrukturen før krisen i hvert fald delvist afspejler den kapitalstruktur, som selskaberne finder optimal. Derfor har vi i ovenstående antaget at tabet af egenkapital er lig med kapitalbehovet.

En mulig løsning ville derfor være en national krisefond med private midler og en offentlig garantistillelse.⁸ Garantien skal ikke nødvendigvis dække tab fuldstændigt, da dette kan skabe en række uheldige incitamenters for de private investorer. Krisefondens formål kunne være at rekapitalisere selskaber, som i øvrigt har en sund økonomi, men på grund af krisen har lidt betydelige tab. Denne model vil bl.a. være med til at sænke kapitalomkostningerne for virksomhederne, og samtidig kan omkostningerne for staten holdes betydeligt nede i forhold til direkte overførsler.

HVOR STOR SKAL FONDEN VÆRE?

Man kan vælge at målrette krisefonden mod eksportvirksomheder, som foreslået af Venstre. Det bør dog bemærkes, at det ikke er muligt at identificere eksportvirksomhederne direkte via regnskabsdata. I stedet har vi rettet fokus mod brancher med betydelige eksportandele⁹: Industri, Råstofindvinding, Transport, IT og kommunikation, Erhvervs-service og Engroshandel. Med denne afgrænsning vurderes det, at der er et egenkapitalbehov på op mod 18 mia. kr. Dette estimat er naturligvis afhængigt af både beregningsmetode og de specifikke afgrænsningsantagelser.

⁸ En række andre tiltag kunne med fordel også overvejes, fx lavere selskabsskat med henblik på at mindske den såkaldte gælds-bias.

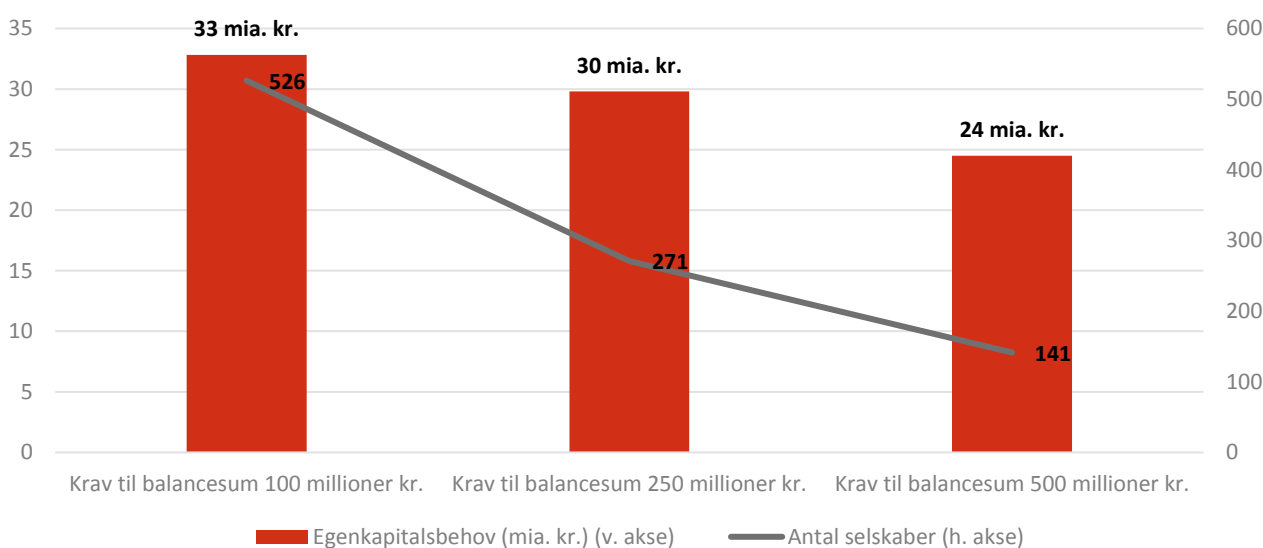
⁹ Dog ikke Oplevelsesøkonomien, der jo også til en vis grad er eksport.

Selskaberne i de eksportorienterede brancher, der skønnes at have et kapitalbehov, har i omegnen af 75.000 ansatte på landsplan fordelt på ca. 330 selskaber.

Det bør naturligvis bemærkes, at det ikke nødvendigvis er alle selskaber med betydelige tab, der er interessante investeringscases – eller som ønsker at benytte sig af en statslig krisefond. Det taler isoleret set for, at krisefonden skal være mindre end skønnet for egenkapitalbehovet.

Det er indlysende, at man nøje må overveje størrelseskravet. Vi har nedenfor illustreret, hvad tilpasninger i størrelseskravet betyder for antallet af virksomheder, der vil være i målgruppen for krisefonden og i hvilket omfang kapitalbehovet påvirkes. Går man eksempelvis fra en balancesum på 100 mio. kr. til 500 mio. kr. vil antallet af virksomheder blive reduceret fra 526 til kun 141. Til sammenligning var der 43 banker med i Bankpakke II, men en bank er en homogen størrelse i modsætning til en bred palette af virksomheder fra forskellige brancher.

FIGUR 2: BETYDNINGEN AF KRAV TIL SELSKABSSTØRRELSE



Kilder: Egne beregninger på regnskabsdata, se appendiks.

Der er en række fordele ved at reducere antallet af virksomheder i målgruppen. Hver enkel virksomhed, der skal have tilført kapital, vil skulle underkastes en betydelig og meget omkostningskrævende sagsbehandling, jf. nedenfor. Det skyldes, at dårligt kapitaliserede virksomheder vil være meget risikable at investere i, så hvis man slækker på vurderingerne af, hvor investeringseget virksomheden er, vil risikoen stige for, at krisefonden vil opleve tab. Ofte vil omkostningerne forbundet med denne vurdering dog være nogenlunde den samme uanset størrelsen på virksomheden, og derfor stiger omkostningerne pr investerede krone betydeligt, jo mindre virksomheden er.

Men det er også klart at virksomheder, der så falder for størrelseskravet vil stå i en meget kritisk situation. De vil kun vanskeligt kunne få tilført kapital via bankerne, og det er erfaringsmæssigt sværere for mindre virksomheder at få tilført egenkapital.

UDFORDRINGER VED ETABLERING AF KRISEFOND

Fonden skal som nævnt tilføre en form for egenkapital til virksomhederne og dermed sikre et tilstrækkeligt kapitalgrundlag i større, ellers sunde danske virksomheder.

Der er dog flere udfordringer – uanset hvilken model man vælger:

- For det *første* skal man finde pengene til fonden. Det kan være, at Staten alene tilvejebringer pengene, men der kan også være modeller, der inddrager pensionskasserne. I så fald skal det være meget markedskonformt, så kasserne ikke risikerer store tab. Det kan betyde, at der kommer et meget højt afkastkrav. Man kan endvidere overveje den model, der er brugt ved Dansk Vækstkapital I-III, som er afprøvet af Staten, Vækstfonden og pensionskasserne i fællesskab.
- For det *andet* skal man finde en organisatorisk model. Hvem skal stå for at foretage den konkrete vurdering af den enkelte virksomhed? Der er skønsmæssigt ca. 500 selskaber, der kommer til at leve op til de krav, vi stiller til størrelse og økonomi. Det er reelt et meget højt antal. Hæves balancesummen kommer vi ned på 141 virksomheder, men så vil der være risiko for at der opstår politisk pres på at få flere med. I virkelighedens verden foregår det ved, at der udføres en grundig due diligence, så man kan foretage en værdiansættelse af virksomheden. Det omfatter bl.a., at der bliver udarbejdet en forretningsmæssig, finansiel, juridisk og ESG due diligence af virksomhederne. Det kan samlet set løbe op i millionbeløb og tage flere måneder. Et alternativ hertil kunne være at trække på bankernes kreditinformationer, som rummer en betydelig mængde information, og som givetvis ville kunne blive til stillet til rådighed, hvis behovet skulle opstå. Der skal under alle omstændigheder etableres en form for midlertidig organisation i stil med Finansiell Stabilitet, der kan varetage opgaven med at vurdere behovet for kapitaltilførsel. Og der skal udpeges en bestyrelse.
- For det *tredje* skal man tænke over hvilke virksomheder, der skal have adgang til fonden. Skal man følge vores kriterier, skal de have en betydelig størrelse, og de skulle også ved indgangen til krisen være sunde og stærke virksomheder. Dernæst kan man overveje, om virksomheder i "oplevelsesøkonomien" ikke burde have en særlig statslig hjælpefond i ryggen, da disse virksomheder må formodes at skulle igennem en meget langvarig reduktion i deres omsætning og indtjening.
- For det *fjerde* skal man finde ud af hvilke betingelser, der skal gælde for et kapitalindskud. Skal det eksempelvis være præferenceaktier eller et hybridprodukt, hvor virksomhederne får adgang til kapital gennem nogle år til en bestemt rente? Og kunne man så forestille sig, at virksomhederne så løbende kunne betale lånet ud, hvis de kunne finde billigere kapital et andet sted? Og hvad så med de virksomheder, der ikke kan betale pengene tilbage? Skal det da konverteres til aktier – og hvem skal eje dem? Eller skal det være en almindelig kapitaltilførsel med ejerandele?
- For det femte kan der i tilknytning til etablering af en statslig fond opstå politiske krav om at særlige former for virksomheder eller forretningsprocesser skal nyde fremme – eller at der skal stilles forskellige krav. Det kan eksempelvis være i forhold til klima og miljø. Disse krav kan

reducere virksomhedernes appetit på den statslige krisefond.

APPENDIKS: EGENKAPITALBEHOV

I dette appendiks beskrives henholdsvis datagrundlag, fremskrivningsmetode og antagelser.

Datagrundlag

Rådatasættet indeholder de nyeste regnskaber fra de største 50.196 aktive danske selskaber målt på antal ansatte. Konkret er der betinget på, at selskaberne skal have 3 eller flere ansatte. Disse virksomheder har 1,38 mio. ansatte svarende til ca. 72 pct. af den samlede erhvervsbeskæftigelse ekskl. offentlig administration mv.¹⁰ Rådatasættet har dog betydelige huller, herunder manglende information om centrale variable.

Fremskrivningen er derfor udelukkende baseret på de nyeste regnskaber fra ca. 35.000 danske selskaber. Stikprøven er dannet således, at der er oplysninger om følgende variable:

- Bruttofortjeneste
- EBITDA
- EBIT
- Personaleomkostninger
- Antal ansatte
- Likvider

Ovenstående udtræk indebærer, at virksomheder med en funktionsopdelt resultatopgørelse er sorteret fra. Endvidere skal nævnes, at mange virksomheder ikke selv har angivet EBITDA som mellemtotal, så dette tal er fra leverandøren af datasættet beregnet som EBIT med fradrag af afskrivninger.

Oplysninger om omsætningen er som oftest ikke tilgængelig – og derfor er datasættet baseret på de virksomheder, der har oplyst bruttofortjeneste/bruttotab i stedet for omsætning og andre omkostningsposter, jf. årsregnskabslovens muligheder for at sammendrage en lang række omkostningsposter med omsætningen i én post: Bruttofortjeneste/bruttotab.

Fremskrivning og antagelser

Det er først og fremmest antaget, at den historiske bruttofortjeneste, personaleomkostninger, EBIT, EBITDA og antal ansatte er repræsentative for 2020. Dette giver naturligvis anledning til en vis usikkerhed, da visse virksomheder givetvis kan have oplevet både frem- og tilbagegang i den

¹⁰ Beregnet på baggrund af Danmarks statistiks: Beskæftigede efter køn, område, branche (DB07 10-grp.) og tid (1.000 personer).

mellemliggende periode. Det vurderes dog at være det bedste tilgængelige grundlag for virksomhedernes aktuelle finansielle situation.

De faste udgifter er approksimeret som følgende residual:

$$\text{Faste omkostninger} = \text{EBITDA} - \text{EBIT}$$

De faste omkostninger udgøres således af afskrivninger. Denne proxy for faste omkostninger potentielt underestimerer potentielt de faste omkostninger, der kan søges om compensation for, eftersom f.eks. betaling af husleje ikke indgår i afskrivningsposten. Som følge af, at posten Andre eksterne omkostninger i resultatopgørelsen er sammendraget med nettoomsætningen, jf. ovenstående undtagelse i årsregnskabsloven, er denne post ikke tilgængelig i datasættet. Denne underestimering giver anledning til usikkerhed. Samtidig er det vigtigt at holde sig for øje, at visse faste udgifter kan være fratrukket i bruttoomsætningen, og dermed er antaget at være fleksible. Dette trækker i den anden retning.

I regnskabsdata er der kun begrænsede oplysninger om nettoomsætning navnlig for de mindre selskaber. Derfor er analysen lavet på baggrund af bruttofortjeneste. Umiddelbart er dette også hensigtsmæssigt, da varekøb mv. er relativt fleksible omkostninger, der kan tilpasses i det omfang, virksomhederne oplever en omsætningsnedgang.

Omsætningsnedgangen er baseret på række nye analyser fra Finansministeriet, se figur A.1 for de branchespecifikke scenarier for hhv. marts-juni, juli-september og oktober-december.¹¹

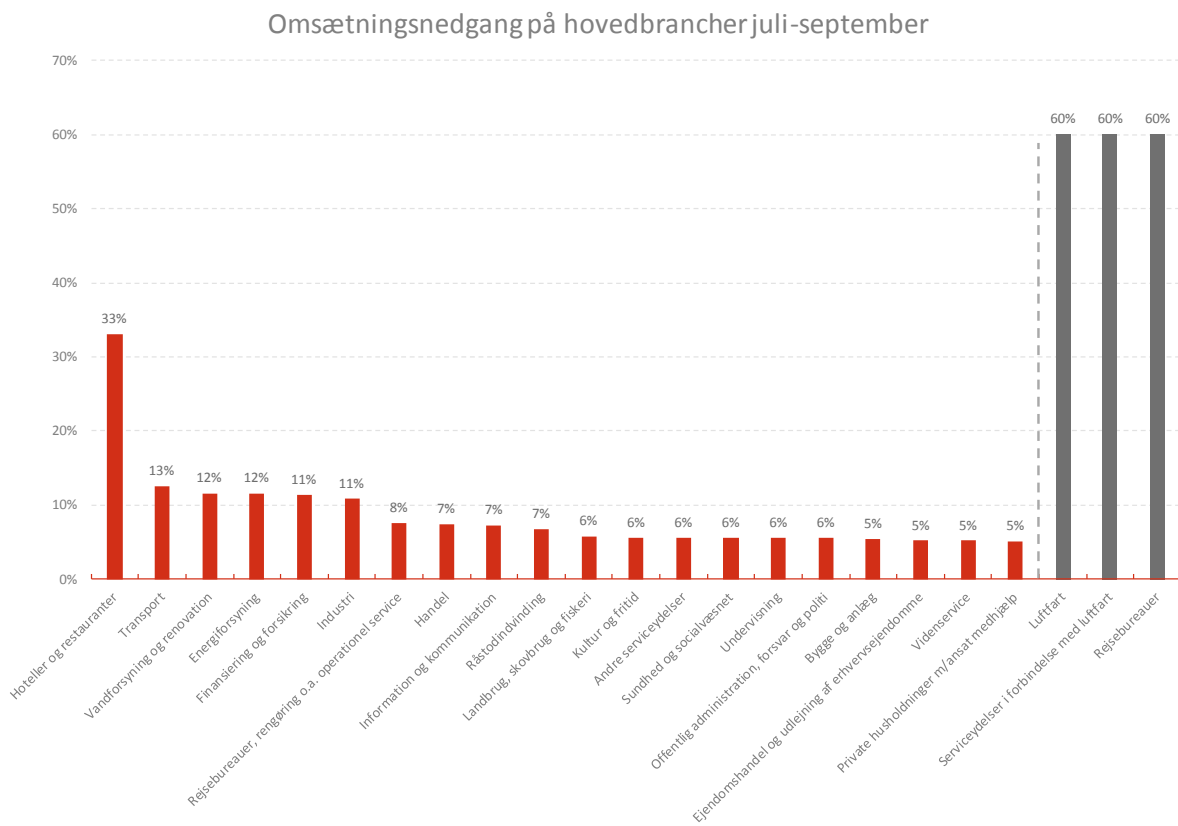
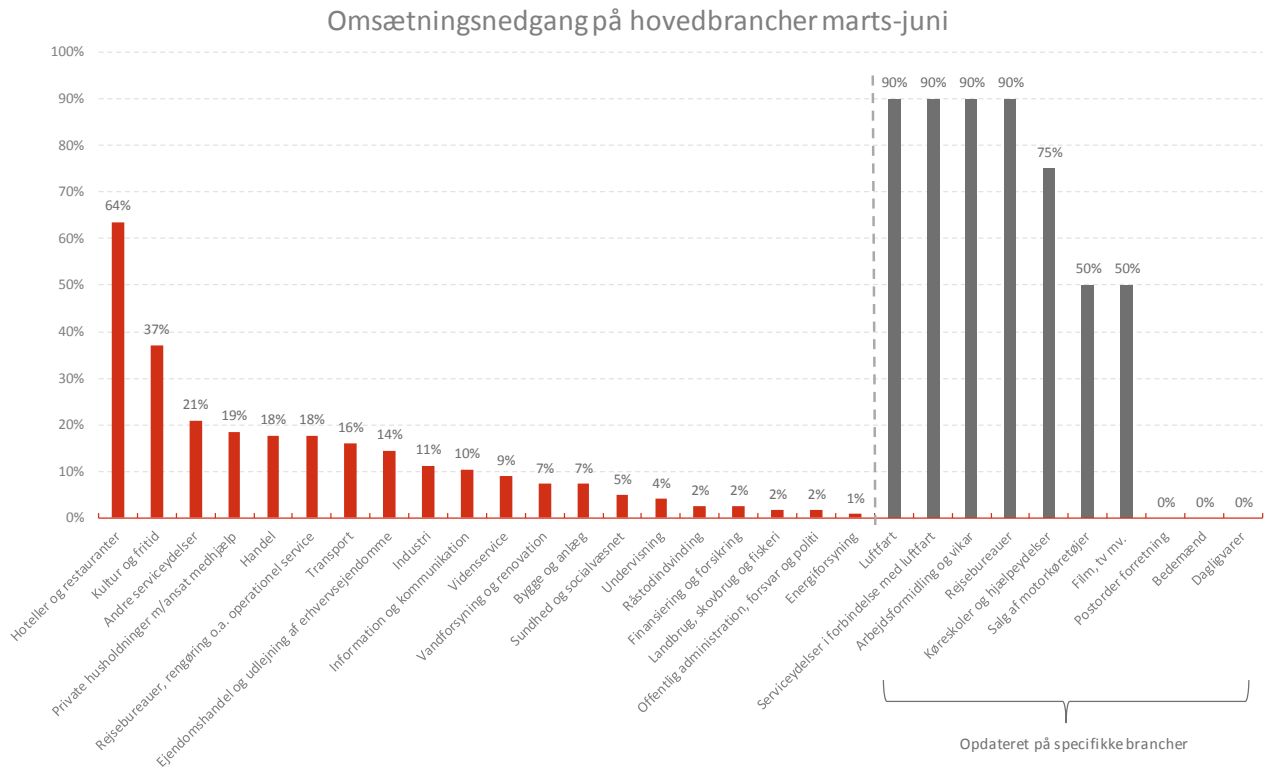
Grundlæggende baseres omsætningsfaldet for de første fire måneder på Finansministeriets opgørelse for nedgangen i produktionen på hovedbrancheniveau. Det antages, at nedgangen er repræsentativ og proportional med nedgangen i bruttofortjenesten. Disse tal dækker dog over en relativt stor variation inden for de enkelte underbrancher, hvorfor data er komplementeret med ad hoc antagelser for enkelte specifikke underbrancher. Nedgangen er skaleret til at ramme makroskønnet på 7,1% for nedgangen i bruttoværditilvæksten for private byerhverv.¹² Denne nedgang er fordelt på kvartalerne jf. figur 2.1 i Danmarks Konvergensprogram 2020. For tredje og fjeder kvartal er de branchespecifikke omsætningsfald baseret på eksportandelene jf. Danmarks Statistik.¹³ Eksportandelen knyttes derefter til den forventede nedgang i hhv. indenlandsk efterspørgsel og eksporten jf. Økonomisk Redegørelse, maj 2020. Til sidst skaleres dette også til ramme makroskønnet for nedgangen i bruttoværditilvæksten for private byerhverv for de to kvartaler.

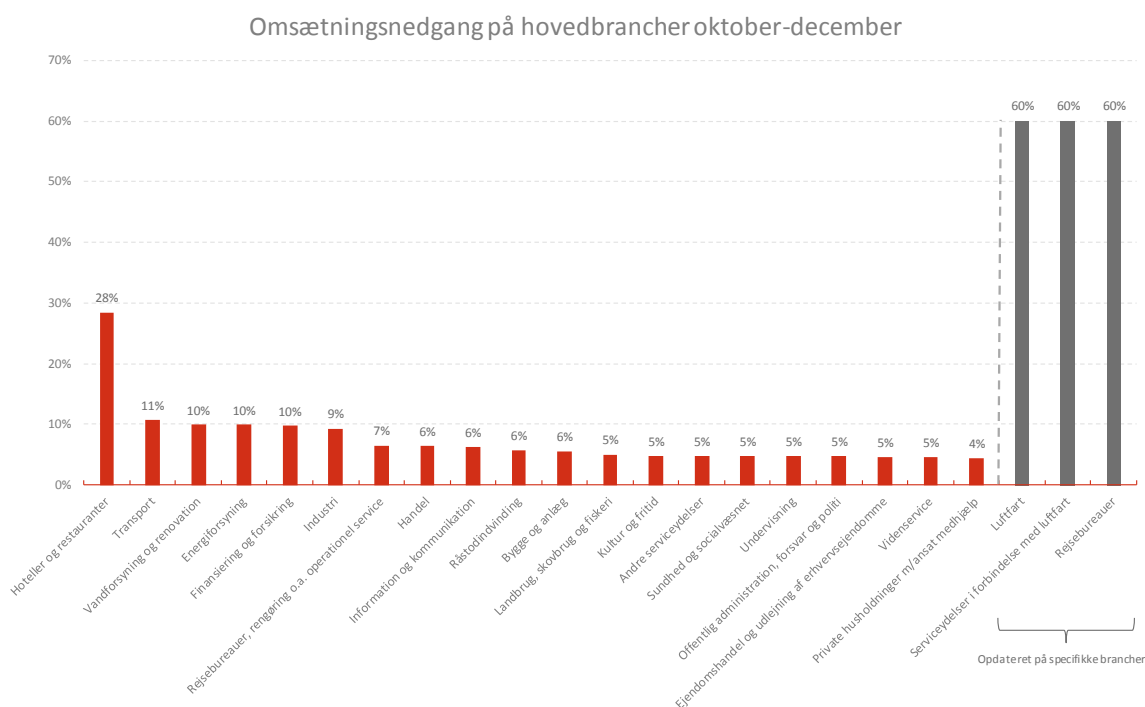
¹¹ Se Finansministeriet (2020) Økonomisk Redegørelse, maj 2020 fra 26. maj; Finansministeriet (2020) Danmarks Konvergensprogram 2020 fra 5. maj og Finansministeriet (2020) Genåbning fase 2: Økonomiske prioriteringer fra 28. april, 2020

¹² 7,1% i 2020 jf. Finansministeriet (2020) Økonomisk Redegørelse, maj 2020 fra 26. maj

¹³ Konkret benyttes statistikken Firmaernes køb og salg efter tid, branche (DB07) og beløb.

FIGUR A.1: NEDGANG I BRUTTOFORTJENESTE PÅ TVÆRS AF BRANCHER





Kilde: Egne skøn baseret på Finansministeriet (2020) Økonomisk Redegørelse, maj 2020 fra 26. maj; Finansministeriet (2020) Danmarks Konvergensprogram 2020 fra 5. maj og Finansministeriet (2020) Genåbning fase 2: Økonomiske prioriteringer fra 28. april, 2020.

Dernæst beregnes ændringer i EBITDA for virksomhed i de første fire måneder af krisen (marts til og med juni) ud fra følgende formel:

$$\Delta EBITDA_i = EBITDA_{uden\ krise,i} - EBITDA_{med\ krise,i},$$

hvor

$$EBITDA_{uden\ krise,i} = \frac{1}{3} (EBITDA_{2018/2019,i})$$

og

$$EBITDA_{med\ krise,i} = \frac{1}{3} (\text{bruttofortjeneste}_{2018/2019,i} * (1 - \text{omsætningsnedgang}_{branche,i, første\ 4\ måneder}) - \text{personaleomkostninger}_{2018/2019,i} - \text{andre driftsomkostninger}_{2018/2019,i}) + \text{hjælpepakker}_i,$$

Bemærk at personaleomkostninger holdes faste de første 4 måneder, men at der kompenseres gennem lønkompressionsordningen. Dette giver anledning til en vis usikkerhed, da virksomheder i vist omfang allerede afskediger ansatte. Der findes dog ikke tal for dette på virksomhedsniveau. Yderligere er det heller ikke nødvendigvis omkostningsfrit at afskedige medarbejdere, hvorfor fastholdte personaleomkostninger med kompensation fra lønkompressionsordningen umiddelbart kan være en fornuftig proxy. Derudover er bidraget fra hjælpepakkerne for det enkelte selskab defineret ved

$$\text{hjælpepakker}_i = \text{lønkomensation}_i + \text{dækning af faste udgifter}_i$$

Bemærk at kompensationen for virksomhedsejere med 10 eller færre ansatte og en omsætningsnedgang på minimum 30 pct. ikke er medregnet, da vores beregninger peger på, at effekten er begrænset.

Lønkomensationen er beregnet på virksomhedsniveau ud fra følgende formel:

$$lønkomensation_i = \begin{cases} 0,75 * 4 * \left(\frac{personale\ omkostninger_i}{antal\ ansatte_i * 12} \right) * antal\ ansatte_i * omsætningsnedgang_i, & \text{hvis } \frac{personale\ omkostninger_i}{antal\ ansatte_i * 12} < 40.000\ kr. \\ 4 * 30.000\ kr. * antal\ ansatte_i * omsætningsnedgang_i, & \text{hvis } \frac{personale\ omkostninger_i}{antal\ ansatte_i * 12} \geq 40.000\ kr. \end{cases}$$

Bemærk at der er tale om en approksimation, der potentielt overvurderer lønkomensationen, da fordelingen af lønninger inden for den enkelte virksomhed ikke er kendt.

Dækningen af faste udgifter er bestemt ud fra følgende formel:

$$faste\ udgifter_i = \begin{cases} faste\ udgifter_i, & \text{hvis } omsætningsnedgangen_i = 100\ pct. \\ 0,8 * faste\ udgifter_i, & \text{hvis } 80\ pct. \leq omsætningsnedgangen_i < 100\ pct. \\ 0,5 * faste\ udgifter_i, & \text{hvis } 60\ pct. \leq omsætningsnedgangen_i < 80\ pct. \\ 0,25 * faste\ udgifter_i, & \text{hvis } 35\ pct. \leq omsætningsnedgangen_i < 60\ pct. \\ 0, & \text{hvis } omsætningsnedgangen_i < 35\ pct. \end{cases}$$

Der betinges yderligere på, at de faste udgifter skal udgøre minimum 16.666 kr. over 4 måneder og dækningen maksimalt kan udgøre 110 mio. kr. per virksomhed.

Det er ikke muligt at betinge på alle relevante kriterier for, om virksomheden kan modtage midler fra hjælpepakkerne, og dermed kan estimatet for kompensationen potentielt overestimere den reelle kompensation. Resultaterne i dette notat kan derfor i den henseende anses for værende konservative.

For tredje og fjerde kvartal antages personaleomkostningerne at være fleksible og dermed, at kunne skaleres 1:1 med nedgangen i omsætningen i det givne kvartal.¹⁴ Formelt:

$$\begin{aligned} EBITDA_{i,3\ \text{eller}\ 4\ \text{kvartal}} &= \frac{1}{4} \left(bruttofortjeneste_{2018/2019,i} * (1 - omsætningsnedgang_{branche,i,kvartal}) \right. \\ &\quad - personaleomkostninger_{2018/2019,i} * (1 - omsætningsnedgang_{branche,i,kvartal}) \\ &\quad \left. - andre\ driftsomkostninger_{2018/2019,i} \right), \end{aligned}$$

Bemærk at hjælpepakkerne antages at være udløbet 8. juli.

Det samlede tab af EBITDA for hele økonomien er givet ved

$$\Delta EBITDA = Skaleringsfaktor * \sum_{\forall i, \forall kvartaler} \Delta EBITDA_i$$

Skaleringsfaktoren er bestemt ud fra den samlede beskæftigelse jf. Danmarks Statistik i forhold til

¹⁴ Det betyder implicit, at lønkomptionsordningen ikke kan medregnes for perioden juli-august. I det omfang virksomhederne vælger at benytte lønkomptionsordningen, vil de stå over for lønudgifter, der ikke er medregnet i indværende analyse. I den henseende er estimatet for det samlede tab af egenkapital således konservativt.

antallet af beskæftigede i stikprøven. Det er dermed implicit antaget, at stikprøven er repræsentativ for hele populationen.

Nedgangen i egenkapital bestemt ud fra følgende formel:

$$\Delta \text{egenkapital} = \text{Skaleringsfaktor} * \sum_{\forall i, \forall \text{kvartaler}} \text{EBITDA}_{\text{med krise}, i, \text{kvartal}} - \text{afskrivninger}_i, \text{ for } \forall i \text{ hvor } \sum_{\forall \text{kvartaler}} \text{EBITDA}_{\text{med krise}, i} - \text{afskrivninger}_i < 0$$

Ovenstående beskrevne metode deler visse karakteristika med Kommissionens studie fra 27. maj 'Identifying Europe's recovery needs'. Overordnet er strategien den samme og baseret på lignende data. Der er dog visse forskelle:

- Kommissionen antager en elasticitet på materialeomkostninger på 0,5. Dette står i modsætning til denne analyse, der implicit antager at materialeomkostninger er fuldt fleksible (elasticitet på 1). I den henseende er vores skøn for egenkapitalbehovet mere konservative. Den valgte tilgang skyldes i høj grad den begrænsede information om danske virksomheders omsætning.
- Kommissionen antager en elasticitet på 0,8 personaleomkostninger. I denne analyse antages elasticiteten at være nul de 4 første måneder og 1 i tredje og fjerde kvartal. Bemærk at kommissionen ikke medregner nationale hjælpepakker, hvilket resulterer i meget sammenlignelige elasticiteter i hhv. kommissionens studie og denne analyse mht. personaleomkostninger.
- Kommissionen antager en elasticitet på 0,1 på faste udgifter. Dette står i modsætning til dette studie, som antager en elasticitet på 0 for 2020. Givet den relativt snævre definition af faste udgifter i indeværende studie, vurderes dette dog at være mest hensigtsmæssigt.