



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

WP 2009-03

**Nøgletal fra analyserapporter:
Erfaringer fra praksis**

by

Adjunkt Jesper Banghøj
Stud.merc.FIR. Morten Jensen
Stud.merc.FIR. Thomas Tang Ravnkilde Nielsen
Professor Thomas Plenborg

INSTITUT FOR REGNSKAB OG REVISION, Handelshøjskolen i København

Solbjerg Plads 3, C.4., 2000 Frederiksberg
Tlf.: 38 15 23 20 Fax: 38 15 23 21

DEPARTMENT OF ACCOUNTING AND AUDITING, Copenhagen Business School

Solbjerg Plads 3, C.4., DK-2000 Frederiksberg
Phone: +45 38152320 Fax: +45 38152321
uk.cbs.dk/forskning_viden/institutter_centre/institutter/rr

Denne artikel undersøger eksisterende nøgletalspraksis blandt analysehuse i Danmark. Undersøgelsen har to overordnede formål. For det første ønskes belyst, i hvilket omfang der er sammenhæng imellem finansielle nøgletal (herefter nøgletal) rapporteret til investorer og nøgletal anbefalet i Den Danske Finansanalytikerforenings (DDF) Anbefalinger & Nøgletal (2005). For det andet ønskes belyst, i hvilket omfang de rapporterede nøgletal (til investorer) er hensigtsmæssige.

Undersøgelsen er motiveret af en række forhold. For det første vil en sammenligning af eksisterende nøgletalspraksis med DDFs anbefalinger på området afdække, i hvilket omfang nøgletal anvendes i praksis, men ikke medtages i DDFs nøgletalsvejledning og omvendt. Dette gør det muligt at undersøge, om praksis undlader at rapportere nøgletal, som vurderes centrale i DDFs Anbefalinger & Nøgletal (2005). Ligeledes vil det være muligt at belyse i hvilket omfang praksis anvender nøgletal, som ikke er medtaget i DDFs Anbefalinger & Nøgletal (2005). En belysning af begge aspekter vil være nyttig viden i forbindelse med den igangværende revision af nøgletalsvejledningen. For det andet vil en deskriptiv analyse afdække, i hvilket omfang eksisterende praksis synes hensigtsmæssig. På den ene side bør nøgletal, der beskriver alle væsentlige aspekter af en virksomheds værdi rapporteres. På den anden side skal overskuelighed i de enkelte analyserapporter tilgodeses mest muligt, hvilket lægger op til en begrænsning i antallet af inkluderede nøgletal i analyserapporterne. Lidt mere kontroversielt foreslår vi, at analysehusene i større omfang tilstræber at rapportere de samme nøgletal ud fra ønsket om sammenlignelighed set fra en kundevinkel (investorvinkel). Det faktum, at man er i stand til at beregne og rapportere mange nøgletal, gør ikke nødvendigvis, at de foretagne værdiansættelser og anbefalinger bliver bedre, tværtimod kan dette bibringe støj om hvilke nøgletal der er mest essentielle. Vi er af en overbevisning, at kvaliteten af værdiansættelser og anbefalinger hviler på de bagvedliggende analyser og estimater. Vi anbefaler derfor anvendelsen af centrale nøgletal, der formår at kommunikere informationsværdien af disse analyser og estimater.

Population og data

Ifølge vor analyse er der 15 analysehuse med afdeling i Danmark, hvorfra der udgives analyserapporter til dækning af danske og internationale selskaber. Undersøgelsen bygger

på kontakt til disse 15 analysehuse. En oversigt over analysehusenes respons fremgår af tabel 1.

Status	(n)	% af total
Kontaktede	15	100,0%
Negativ respons	3	20,0%
Årsag:		
<i>Usikkerhed om fremtidig eksistens</i>	2	13,3%
<i>Manglende ressourcer</i>	1	6,7%
Positiv respons	12	80,0%
Deltagelses niveau:		
<i>Individuel rapport på samtlige selskaber</i>	7	46,7%
<i>Blanding af individuelle rapporter og standard templates</i>	2	13,3%
<i>Kun med standard templates</i>	3	20,0%

Tabel 1: Resultatoversigt over respondenternes deltagelse i undersøgelsen

To analysehuse vælger ikke at deltage, da deres fremtidige eksistens på undersøgelsens tidspunkt er usikker. Et enkelt analysehus ønsker ikke at deltage i undersøgelsen pga. manglende ressourcer. Tre analysehuse bidrager med en standard template for nøgletal baseret på det faktum, at nøgletalsrapporteringen i disse analysehuse er ens for samtlige analyserede selskaber. To selskaber vælger, grundet manglende medarbejderressourcer at bidrage med en blanding af seneste analyserapporter og standard templates for de rapporter, der ikke kan fremskaffes. De øvrige analysehuse bidrager med en analyserapport for hvert af de analyserede selskaber. Da vi alene ønsker at rapportere nøgletal, som er vist i tabelform i analyserapporterne, anser vi det ikke som et problem at anvende standard templates, så længe disse blot er repræsentative for de individuelle analyserapporter.

Analyserapporter findes typisk i tre forskellige formater jf. tabel 2:

	Initial coverage	Company Update	Flash Note
Indhold	Fundamentalanalyse om den strategiske position, ledelsesmæssige og økonomiske forhold samt omverdensforhold	Kort strategisk analyse og relevante nøgletal	Kort beskrivelse af en indtruffen nyhed og dens indvirkning på virksomhedens værdi
Frekvens	Ved start på dækning af selskab	Variierende frekvens. Ofte ved nyheder der har signifikant indvirkning på virksomhedens værdi	Umiddelbart efter indtrådt nyhed om analytikerens umiddelbare vurdering af nyhedens effekt på selskabet værdi
Størrelse	Lang	Mellem	Kort
Formål	Give investor en grundig og bred forståelse for virksomhedens omverden, underliggende drift og drivende faktorer	Give investor tilstrækkeligt input til at foretage en investeringsdisposition	Informere investor om en nyheds indvirkning på aktiekursen

Tabel 2: Oversigt over formattyper af analyserapporter

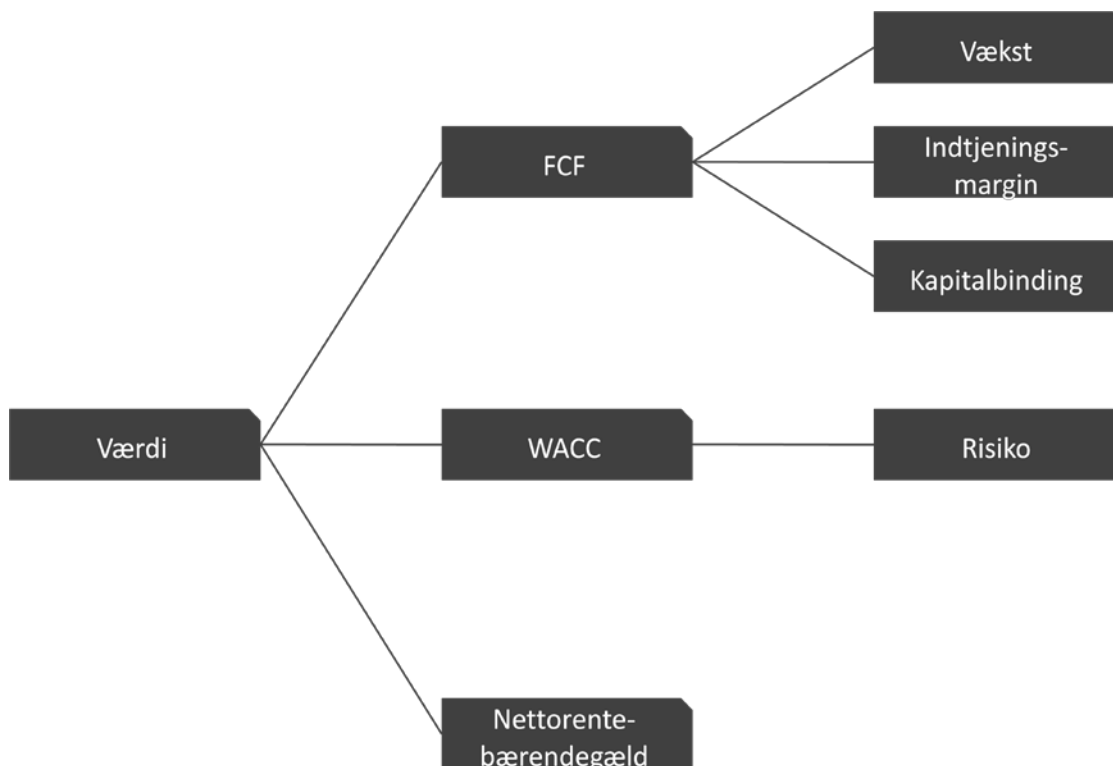
De respektive analyserapporter tjener hver deres formål. Initial coverage er en dyb og omfangsrig analyse. I den modsatte ende findes flash note, som typisk kun er på 1-2 sider. Flash note udgives umiddelbart efter, at en virksomhedsspecifik nyhed er offentliggjort. Company updates er mindre omfangsrig end initial coverage, men til gengæld (typisk) mere aktuell. Samtidig er company updates mere analyserende end flash note og vil derfor indeholde væsentlig flere nøgletal. Vi har derfor valgt at tage udgangspunkt i denne type analyserapport. For at få et så aktuelt datagrundlag som muligt har vi valgt at tage udgangspunkt i seneste 'Company Updates' for hver af de selskaber, de enkelte analysehuse har dækning på.

Vi har modtaget i alt 391 analyserapporter, som er blevet systematisk gennemgået. Ethvert nøgletal er registreret, hvis det indgår mindst én gang i rapporten. Som nævnt ovenfor medtages kun nøgletal, som er rapporteret i tabeller. Selvom et nøgletal optræder flere steder i en analyserapport, bliver nøgletallet kun registreret en enkelt gang for den pågældende rapport. I forbindelse med vor registrering erfarede vi, at det ikke var mulig at kode, hvorledes nøgletal er defineret. Baggrunden herfor er, at analyserapporterne ikke oplyser, hvordan de anvendte nøgletal er defineret. Dette er en begrænsning i forhold til den analyse, vi ønskede at gennemføre.

Klassifikation af nøgletal til analysebrug

Som det vil fremgå af den empiriske analyse, anvendes en bred vifte af nøgletal, der alle har til hensigt at beskrive forskellige dele af en virksomheds resultat og finansielle stilling. Med henblik på at skabe overblik over de anvendte nøgletal inddrages disse i en række kategorier, baseret på den informationsværdi de indeholder om virksomheden. Da DDFs kategorisering af nøgletal efter vor opfattelse er for aggregeret, har vi valgt at anvende en alternativ inddeling. Vi benytter de underliggende value drivers i henholdsvis den tilbagediskonterede cash flow model (DCF) og den relative værdiansættelsesmetode (multipler) som kriterier for inddeling af nøgletallene i den empiriske analyse.

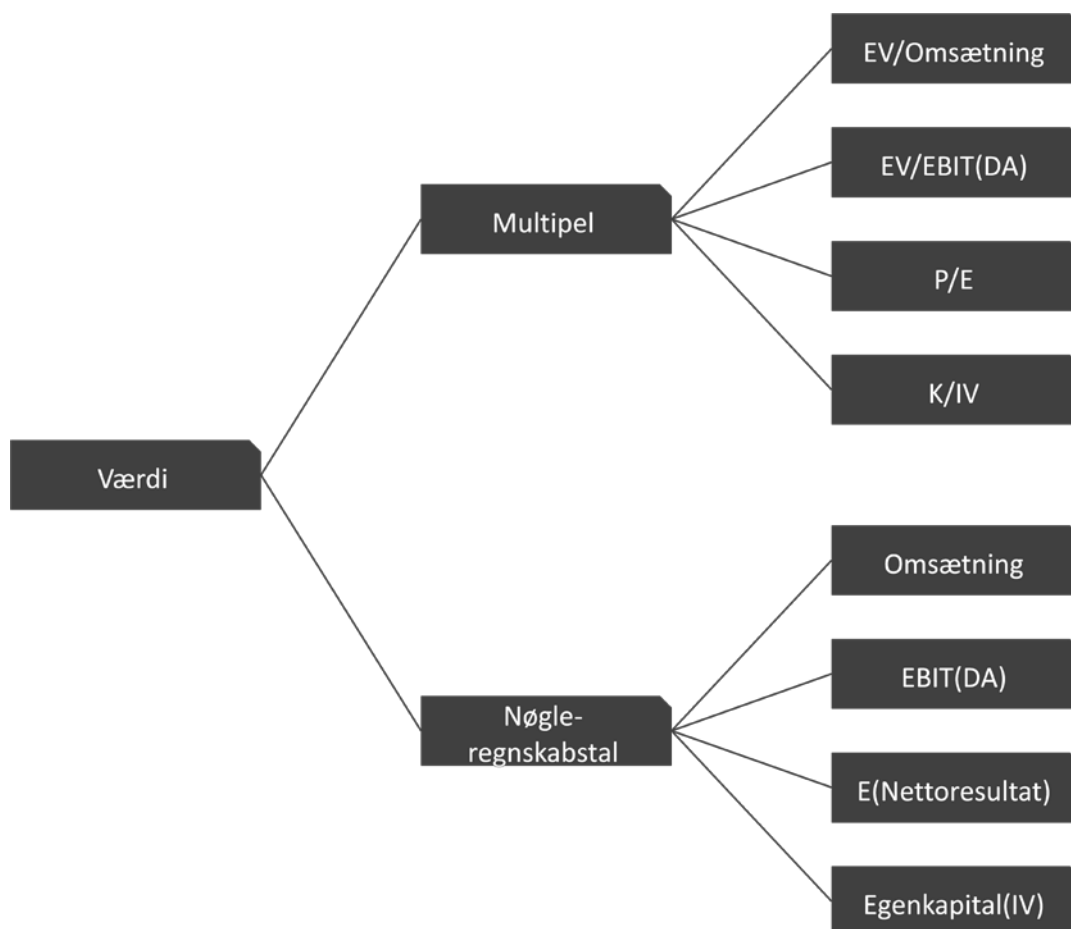
Med udgangspunkt i DCF modellen er det i figur 1 vist, at værdien er påvirket af vækst, indtjeningsmargin, kapitalbinding, risiko og den nettorentebærende gæld. De tre førstnævnte kategorier (*'Vækst'*, *'Indtjeningsmargin'* og *'Kapitalbinding'*) beskriver alle forskellige dimensioner af en virksomheds underliggende drift, mens risiko er en sammenvejning af den driftsmæssige og finansielle risiko.



Figur 1: Oversigt over komponenter der indgår i værdiansættelse med DCF

Tilsvarende kan det vises, at værdien med udgangspunkt i den relative værdiansættelsesmetode er påvirket af multipler fra sammenlignelige selskaber samt

centrale regnskabstal som omsætning, diverse resultatmål, nettorentebærende gæld og egenkapital (defineret som 'nøgle-regnskabstal' i denne artikel):



Figur 2: Oversigt over komponenter der indgår i værdiansættelse med multipler

Det følger af figur 1 og 2, at de faktorer, som påvirker værdien af en virksomheden, kan opsummeres i følgende kategorier:

- 'Vækst'
- 'Indtjeningsmargin'
- 'Kapitalbinding'
- Afkastkrav ('risiko')
- 'Investeringsnøgletal' (f.eks. multipler)
- 'Nøgle-regnskabstal' (f.eks. omsætning og nettorentebærende gæld)

For investor vil information om disse områder forventeligt være vigtige, og vi anvender dem derfor til kategorisering af nøgletallene i den efterfølgende empiriske analyse.¹

Udover ovenstående seks kategorier har vi også inkluderet kategorierne

'Rentabilitetsnøgletal' og 'Andet'. Eksempler på rentabilitetsnøgletal er *afkastningsgrad* (*return on invested capital*) og *egenkapitalforrentning* (*return on equity*).

Rentabilitetsnøgletal indgår ikke som en value driver i værdiansættelsen, men kommunikerer virksomhedens lønsomhed. Rentabilitetsnøgletal er endvidere nyttige nøgletal til at efterprøve budgetantagelser, som ligger til grund for værdiansættelsen. Kategorien 'Andet' dækker nøgletal, som ikke falder ind under de syv øvrige kategorier.

Deskriptive resultater

I det følgende er rapporteret deskriptive resultater. I tabel 3 er vist nøgletal, som fremgår i tabelform i analyserapporterne

Kategorier	Gns.	Median	Std. Afv.	Minimum	Maksimum	Sum	Pct.
Vækst	5,7	6,0	3,7	0,0	18,0	2.231,0	9,8%
Marginer	4,4	4,0	3,4	0,0	15,0	1.702,0	7,5%
Kapitalbinding	3,0	2,0	2,9	0,0	10,0	1.163,0	5,1%
Rentabilitet	4,2	4,0	2,2	0,0	9,0	1.641,0	7,2%
Risiko	7,9	6,0	6,5	0,0	25,0	3.094,0	13,5%
Investering	15,0	14,0	6,5	0,0	26,0	5.859,0	25,7%
Nøgle-regnskabstal	11,3	12,0	4,6	4,0	24,0	4.413,0	19,3%
Andet	7,0	8,0	3,1	0,0	12,0	2.745,0	12,0%
Total	58,4	55,0	29,1	9,0	129,0	22.848,0	100,0%

Tabel 3: Fordeling af nøgletal på kategori (Antal rapporter = 391)

Tabel 3 dokumenterer, at vi har registreret 22.848 nøgletal fra 391 rapporter. Det giver et gennemsnit per rapport på 58,4 nøgletal. Som omtalt har vi registreret nøgletal på 8 kategorier. Der er stor spredning i brugen af forskellige kategorier af nøgletal i analyserapporter. Fra gennemsnitlig 15,0 '*Investeringsnøgletal*' til gennemsnitlig 3,0 '*Kapitalbindingsnøgletal*'. Derudover dokumenterer standardafvigelsen samt minimum og maksimum, at der er stor spredning på antallet af nøgletal per analyserapport indenfor hver kategori.

¹ Nøgle-regnskabstal er kun medtaget som et nøgletal, hvis nøgletallet optræder som separat oplysning i en tabel, og ikke blot indgår i en samlet resultatopgørelse, balance eller pengestrømsopgørelse.

De oftest rapporterede nøgletal er fra kategorien *'Investeringsnøgletal'*.

'Investeringsnøgletal' tegner sig for gennemsnitlig 26% af de rapporterede nøgletal. Det understøtter, at analytikere rapporterer information om selskabets relative værdiansættelse til investorerne. Ingen kategorier er repræsenteret med mindre end 5%, hvilket understøtter, at også input til kapitalværdibaseret værdiansættelse er efterspurgt.

Sammenligning med DDFs Anbefalinger & Nøgletal (2005)

Den Danske Finansanalytikerforening udgav i 2005 i samarbejde med den norske finansanalytikerforening en række nøgletalsanbefalinger. Formålet var at sikre standarder for den bedste praksis indenfor beregning af nøgletal, for derigennem at sikre et sammenligneligt investeringsgrundlag og dermed bedre ressourceallokering på markedet. Der eksisterer i *Anbefalinger & Nøgletal (2005)* 71 nøgletal, som er defineret og beskrevet. De er inddelt i tre hovedkategorier som er: *'Investeringsnøgletal'*, *'Multiple'* og *'Rentabilitets- og Effektivitetsnøgletal'*. Vi har i denne artikel argumenteret for, at de nævnte kategorier ikke er tilstrækkelige til at dække behovet hos brugerne af anbefalingen og vi vil derfor forsætte med at benytte vores 8 kategorier. Dette betyder, at vi har grupperet DDFs anbefalinger til nøgletal efter vores kategorier udledt ovenfor. Vores sammenlignende analyse vil fokusere på, hvorvidt der er overensstemmelse mellem de nøgletal, der anbefales af DDF og de nøgletal, der faktisk rapporteres af aktieanalytikerne. I nærværende studie antages en vis grad af markedseffektivitet, det vil sige, at analytikernes anvendelse af nøgletal tilnærmelsesvis afspejler investorernes efterspørgsel af nøgletal.

Tabel 4 viser de procentmæssige forekomster af samtlige nøgletal i analyserapporterne. De med gråt markerede nøgletal er også inkluderet i DDFs *Anbefalinger & Nøgletal (2005)*.

Tabel 4: Hyppighed af nøgletal per kategori for hele analyserapporten

Der er rapporteret 257 forskellige nøgletal, hvoraf 56 også er anbefalet af DDF. Disse tal viser, at analysehusene anvender betydeligt flere nøgletal end anbefalet af DDF, men samtidig også, at der er nøgletal i DDFs Anbefalinger & Nøgletal (2005), som analytikere ikke finder, er tilstrækkelig informative til, at de bør rapporteres til deres kunder. Således viser tabel 4, at 15 af de 71 anbefalede nøgletal i DDFs Anbefalinger & Nøgletal (2005) ikke bliver rapporteret i praksis.

De med gråt markerede nøgletal viser, at DDF i kategorierne '*Marginer*', '*Investeringsnøgletal*', '*Nøgle-regnskabstal*' og '*Rentabilitetsnøgletal*' har anbefaling på alle de hyppigst anvendte nøgletal. DDF synes altså i disse kategorier at levere anbefalinger på de nøgletal, der oftest rapporteres af analytikerne.

I det følgende vil vi se nærmere på populære nøgletal, som DDF undlader at have anbefaling på. Tabel 4 viser, at i kategorierne '*Vækstnøgletal*', '*Risikonøgletal*' og '*Kapitalbindingsnøgletal*', mangler DDF anbefaling på stort set alle de mest anvendte nøgletal.

Fra tabel 4 ses, at '*Vækstnøgletal*' synes efterspurgt af investorerne. Således oplyses eksempelvis *sales growth* i 88% af rapporterne. Denne kategori af nøgletal er imidlertid ikke defineret i nøgletalsanbefalingen med undtagelse af *payout ratio*. Den manglende tilstedeværelse af vækstnøgletal i anbefalingen anser vi som problematisk, da vækst anses for at være en central value driver i forbindelse med budgettering af cash flowet, og værdien af et selskab er yderst følsom overfor blot små ændringer i vækstforventningerne. '*Kapitalbindingsnøgletal*' er vigtige inputs til værdiansættelsen, da de viser det øgede kapitalforbrug i nettoarbejdskapitalen og anlægsinvesteringer ved vækst. Et stigende *inventory to sales* nøgletal kan (bør) føre til yderligere tilbundsående analyse af varelagrene, herunder produktmix, produktionstider og andre faktorer, som kan have indflydelse på den kapital, der er bundet i varelaget. '*Kapitalbindingsnøgletal*' er rapporteret i en lang række af analyserapporterne. Eksempelvis er specifikationen af *net working capital to sales* i henholdsvis *receivables to sales*, *inventory to sales* og *payable to sales* rapporteret i knapt 40% af analyserapporterne, men ikke defineret i DDFs Anbefalinger og Nøgletal (2005). Der er altså tale om, at disse '*kapitalbindingsnøgletal*' er efterspurgt, men ikke anbefalet, og derved sker der ingen ensretning i definitionerne, hvilket fører til ringere gennemsigthed og sammenlignelighed for investorerne.

'Risikonøgletal' er tilsvarende vigtige inputs til værdiansættelsen, da øget risiko isoleret set fører til øget kapitalomkostning og dermed lavere værdi. Eksempelvis er det bemærkelsesværdigt, at WACC ikke er defineret i nøgletalsanbefalingen. Det er et nøgletal, som er vanskeligt at fastsætte og værdien af selskabet er yderst følsom overfor udsving i kapitalomkostningerne. Fastsættelse af input til WACC beregningen er centralt i en værdiansættelse og rapporteres ofte i analyserne. Derved vurderer vi også, at disse inputs bør indgå i nøgletalsanbefalingen. Denne pointe understøttes af, at mange analysehuse supplerer informationen om WACC med oplysninger om *beta (egenkapital)* og markedets risikopræmie.

Det overrasker os, at regnskabsbaserede risikonøgletal ikke rapporteres oftere. Især i lyset af den aktuelle finansielle krise, men også fordi traditionelle risikonøgletal som *solvens* (egenkapital i forhold til balancesum) i stigende omfang erstattes med indtjeningsbaserede risikomål som *interest cover* (EBIT i forhold til nettofinansielle omkostninger) i eksempelvis gældskontrakter.

Ovenfor har vi fokuseret på nøgletal rapporteret af praksis, men som DDF ikke har haft med i deres anbefaling. I det følgende belyses, hvilke nøgletal, som anbefales i DDFs *Anbefalinger & Nøgletal (2005)*, men som sjældent eller aldrig bliver anvendt i praksis. I tabel 4 er indlagt en linje til markering af, hvilke nøgletal i de enkelte kategorier, der rapporteres i mindre end 10% af rapporterne. Denne linje er lagt ind for at give et illustrativt billede af, hvilke nøgletal kun forekommer i ganske få analyserapporter. Ser vi på de af DDFs anbefalede nøgletal der ligger under 10% grænsen, finder vi, at det er tilfældet for 30 af de 71 anbefalede nøgletal. Vi ser derved, at mere end 42% af de anbefalede nøgletal sjældent, og i en del tilfælde slet ikke, anvendes af analytikere. Der synes derfor at være en god grund for DDF til at udskifte de nøgletal, der stort set ikke anvendes i praksis. Jævnfør ovenstående sammenligning synes det naturligt at erstatte disse nøgletal med nøgletal indenfor kategorierne '*vækst*', '*kapitalbinding*' og '*risiko*'.

I hvilket omfang er de rapporterede nøgletal hensigtsmæssige

I ovenstående sammenlignende analyse arbejdede vi med antagelsen om en vis grad af markedseffektivitet, således at den eksisterende nøgletalspraksis var tilpasset investorernes efterspørgsel. Denne antagelse bløder vi op i det følgende, da vi undersøger, om de rapporterede nøgletal også forekommer hensigtsmæssige. Som

tidligere nævnt bør analytikere inkludere nøgletal, der beskriver væsentlige aspekter, der bidrager til virksomhedens værdi, men samtidig også tager behørig hensyn til overskuelighed og ideelt set sammenlignelighed på tværs af analyserapporter fra forskellige analysehuse.

I figur 3 er populationen af analyserapporter opdelt efter antallet af nøgletal i hver rapport, således at gruppe 1 indeholder rapporter med færrest nøgletal og gruppe fem indeholder rapporter med flest nøgletal.² Figur 3 viser, at der er forskel på hvilke slags nøgletal, analytikere vælger at benytte. I første gruppe udgør kategorierne 'Vækst', 'Marginer', 'Rentabilitet' og 'Risiko' kun godt 10% af de rapporterede nøgletal. Nøgletal til beskrivelse af kapitalbindinger rapporteres ikke. Netop nøgletal indenfor 'Vækst', 'Marginer' og 'Kapitalbinding' er afgørende ved fastlæggelse af det *free cash flow* i DCF-model. Vi kan derfor udlede, at analytikeren med denne type rapport ikke søger at dække investorernes behov for input til en DCF værdiansættelse. Meget tyder i stedet på, at analyserapporterne i gruppe 1 søger at dække de behov, der knytter sig til en relativ værdiansættelse. Dette bygger vi på, at over 40% af de rapporterede nøgletal er 'Investeringsnøgletal'.

Figur 3 viser, hvordan antallet af nøgletal til beskrivelse af vækst, marginer og kapitalbinding stiger, når vi bevæger os fra gruppe 1 mod gruppe 5. Der kommer dermed større fokus på de underliggende value drivers, da analyserapportens indhold ikke længere blot er 'Nøgle-regnskabstal' og 'Investeringsnøgletal'. Rapporterne i grupper 2-5 dækker derfor i større omfang, de behov investorerne har til nøgletal.

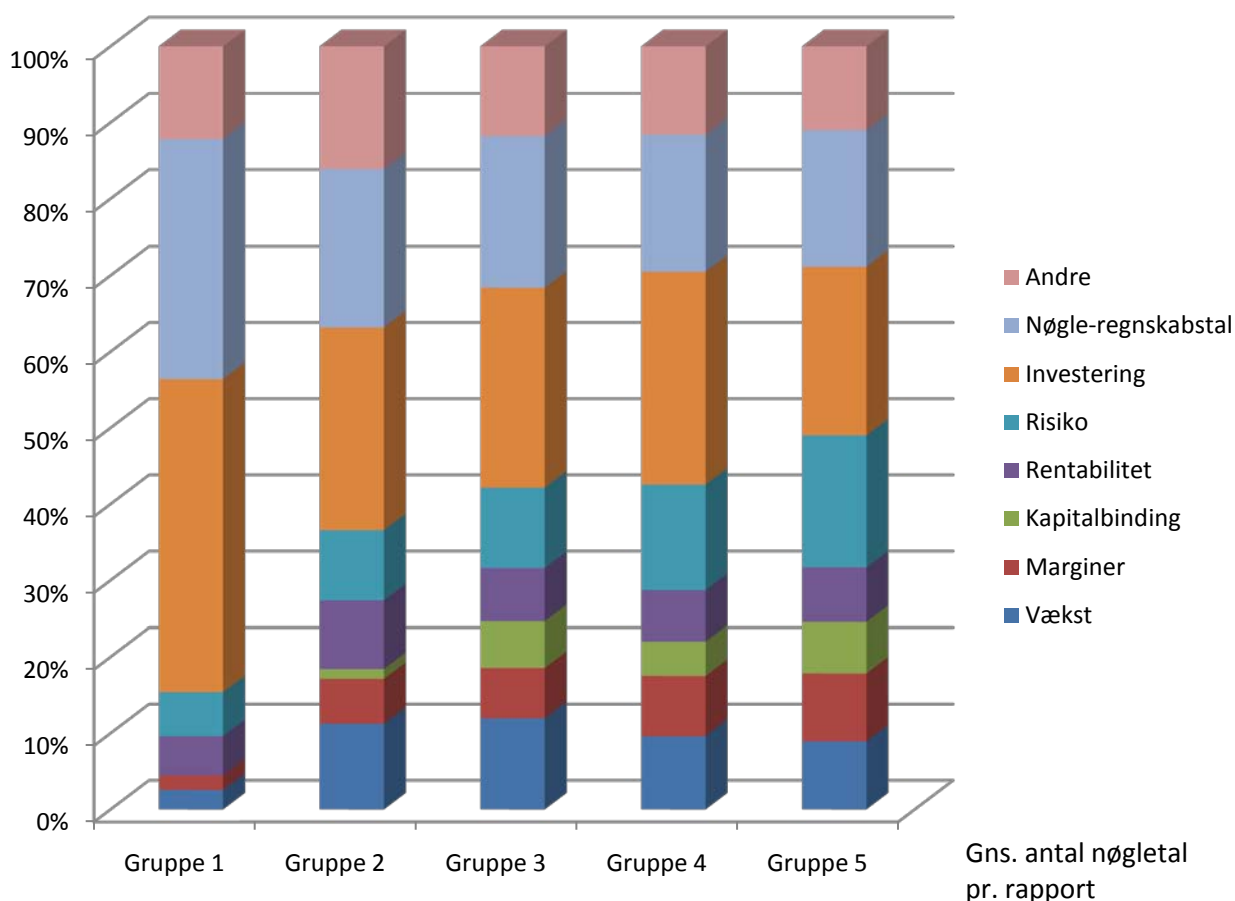
Den overordnede fordeling mellem nøgletal ændres imidlertid ikke mærkbart, når man bevæger sig fra analyserapporterne i gruppe 2 til analyserapporterne i gruppe 5. Det tyder på, at rapporterne i gruppe 2 til 5 søger at levere de samme informationer til investorerne. Forskellen, og dermed differentieringen, mellem rapporterne bliver graden af specifikation og overskuelighed. Nøgletal i rapporterne i gruppe 5 er eksempelvis betydelig mere detaljeret end nøgletal rapporteret i rapporterne i gruppe 4.

Hvorvidt ovenstående nøgletalspraksis er hensigtsmæssig er vanskelig entydigt at svare på. Ud fra antagelsen om, at markedet for nøgletal er effektivt, så er den eksisterende nøgletalspraksis optimal. Der er dog flere forhold som taler imod denne effektivitet. For det første viser ovenstående analyse, at der er analysehuse, som enten undlader eller kun i begrænset omfang rapporterer centrale nøgletal om virksomhedens værdiskabelse. Det anser vi ikke for hensigtsmæssigt. For det andet vurderer vi, at graden af specifikation og

² Alle rapporter er medtaget i samme kategori, hvis de har samme antal nøgletal, hvorved antallet af rapporter i hver gruppe ikke bliver ens.

dermed antallet af nøgletal i en analyserapport kan blive så omfattende, at det går ud over overskueligheden for investorerne. Vi er af den overbevisning, at det er muligt at reducere antallet af rapporterede nøgletal i analyserapporter med det formål at øge overskueligheden uden mærkbart tab af værdirelevant information. Endelig medfører den store variation i rapporterede nøgletal, at investorer har vanskeligere ved at sammenligne centrale nøgletal på tværs af analysehuse. Det bliver derved mere problematisk at forstå de bagvedliggende forudsætninger for den foretagne værdiansættelse. Dette vurderer vi heller ikke er hensigtsmæssigt.

	Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3	Gruppe 4	Gruppe 5
Antal rapporter	67	80	87	60	97
Min. antal nøgletal	9	25	54	68	85
Max. antal nøgletal	22	53	67	84	129
Gns. antal nøgletal	16	39	56	76	95



Figur 3: Fordeling af nøgletal på kategorier indenfor grupper med stigende antal nøgletal

Konklusion

Vores empiriske analyse viser, at den nuværende nøgletalsvejledning er utidssvarende på flere måder. For det første anbefaler nøgletalsvejledningen en lang række nøgletal, som

enten sjældent eller slet ikke inkluderes i analyserapporter i praksis. For det andet udelades en række nøgletal, som efter vor opfattelse er centrale for forståelse af værdiskabelsen og værdien af en virksomhed. Det er derfor vor forhåbning, at denne analyse vil blive brugt som inspiration i forbindelse med den igangværende revision af DDFs nøgletalsvejledning. Analysen viser tydeligt indenfor hvilke områder, DDFs nøgletalsvejledning bør strammes op.

Endvidere viser den empiriske analyse, at den nuværende nøgletalspraksis er ganske forskellig på tværs af analysehuse. Hensigtsmæssigheden heraf kan diskuteres. På den ene side indikerer det, at analytikere anvender forskellige nøgletal samt har forskellige strategier for rapportering af nøgletal til deres kunder. Dette er i sagens natur ganske fornuftigt i et konkurrencepræget marked, hvor opgaven består i at generere de bedste analyserapporter og anbefalinger til kunder. På den anden side er der analysehuse, som undlader at rapportere nøgletal, der beskriver centrale dele af en virksomheds værdiskabelse. Ligeledes er der analysehuse, som rapporterer op til 129 forskellige nøgletal i én analyserapport, hvilket efter vor opfattelse kun marginalt øger informationsværdien, men stærkt hæmmer overskueligheden. Endelig vil investorer med den nuværende rapporteringspraksis have vanskelig ved at sammenligne vigtige nøgletal på tværs af analysehuse. Alle tre forhold taler for en opstramning af den nuværende rapporteringspraksis af nøgletal. Det er ikke vores anbefaling, at alle analytikere skal følge en fælles standard template. Men vores pointe er, at nøgletal i analyserapporterne og DDFs nøgletalsanbefalinger bør være mere overlappende end det er tilfældet i øjeblikket. Hvis den reviderede nøgletalsvejledning fra DDF indeholder de centrale nøgletal, vil det være naturligt, at investorerne efterspørger disse i analyserapporterne. De enkelte analysehuse kan derudover vælge at rapportere en række nøgletal, de anser for væsentlige at rapportere til investorerne.

Skønt det ikke har været denne analyses omdrejningspunkt, finder vi det bemærkelsesværdigt, at de anvendte nøgletal ofte ikke bliver defineret. Vi vurderer det som hensigtsmæssigt, at definitionerne på de centrale nøgletal vises i analyserapporterne, alternativt med link til en hjemmeside. Det vil skabe en bedre forståelse for de enkelte nøgletal og sikrer samtidig en større grad af sammenlignelighed af nøgletal på tværs af analyserapporter.