

Rettevejledning ordinær eksamen

Opgave 1

- a. **Normal Forward P/E** = $1/\text{ejernes afkastkrav} = 1/0,09 = \mathbf{11,11}$
- b. Først opstilles proforma opgørelser:

	2015E	2016E
EPS - budgetteret	3,90	4,16
DPS	0,60	
DPS reinvesteret til 9% ($\text{DPS}_{t-1} \times r$)		0,054
Cum-dividend overskud		4,214
Normal overskud: $3,90 \times 1,09$ ($\text{EPS}_{t-1} \times (1+r)$)		4,251
AEG = Cum-dividend EPS – normal overskud		-0,037

Værdiansættelse nul-vækst

$$V_0^E = \frac{1}{r} \left[\text{EPS}_1 + \frac{\text{AEG}_2}{(1+r)} \right]$$

$$V_{2015}^E = \frac{1}{0,09} \left[3,90 + \frac{-0,037}{1,09} \right] = 42,96$$

Den fundamentale P/E = $42,96/3,90 = \mathbf{11,00}$

Værdien i tilfældet med nul-vækst (42,96) er højere end markedsprisen (36,45). Ifald du ude i fremtiden ser vækst i overnormale overskud er aktien så afgjort **undervurderet**.

Opgave 2

Reformuleret balance

	2014	2013	Gns.
Samlede aktiver	6.120	6.135	
- Værdipapirer	65	70	
- Likvide beholdninger	15	20	
= Driftsaktiver	6.040	6.045	
- Udskudt skat	110	120	
- Andre hensatte forpligtelser	480	460	
- Leverandørgæld	570	440	
- Returemballage	110	100	
- Skyldig selskabsskat	60	50	
- Anden gæld	55	50	
= Investeret kapital / Netto driftsaktiver	4.655	4.825	4.740
Værdipapier	-65	-70	
Likvide beholdninger	-15	-20	
Banklån - langfristet	2.230	2.325	
Banklån - kortfristet	195	410	
Netto finansielle forpligtelser	2.345	2.645	2.495
Egenkapital	2.310	2.180	2.245

Reformuleret resultatopgørelse

Nettoomsætning	7.885
Produktionsomkostninger	-5.860
Bruttoresultat	2.025
Salgs- og distributionsomkostninger	-980
Administrationsomkostninger	-440
Driftsoverskud fra salg, før skat	605
Skat herpå	-167
Driftsoverskud fra salg, efter skat	438
Andre driftsindtægter, netto	15
Skat herpå (24,5%)	-4
	11
Indtægter fra kapitalinteresser i associerede virksomheder, efter skat	10
Andet driftsoverskud, efter skat	21
Samlet driftsoverskud, efter skat	459
Netto finansielle omkostninger	-90
Skattefordel (24,5 %)	22
Netto finansielle omkostninger, efter skat	-68
Totalindkomst = årets resultat	391
Skat på driftsoverskud fra salg	
Skat af årets resultat	-149
Skattefordel på gæld	-22
Skat allokeret til core andet driftsoverskud	4
	-167

2b

	2014	2013
Bruttoavance	25,7%	23,0%
Salgs- og distributionsomkostninger i pct. af salg	-12,4%	-12,4%
Administrationsomkostninger i pct. af salg	-5,6%	-5,6%
PM salg, før skat	7,7%	5,0%
Skat på IO i pct. af salg	-2,1%	-2,1%
PM salg, efter skat	5,6%	2,9%
Andet driftsoverskud i pct. af salg	0,3%	0,3%
Samlet driftsoverskud i pct. af salg (PM)	5,8%	3,2%
Omsætningshastighed (ATO)	1,66	1,66
RNOA	9,7%	5,3%

RNOA er steget fra 5,3% til 9,7%. Årsagen hertil skal findes i et forbedret lønsomhed, da omsætningshastigheden (ATO) er uforandret. Årsagen til den forbedrede overskudsgrad (PM) skyldes alene en forbedret bruttoavanceprocent.

2c

$$\begin{aligned} \text{ReOI}_{2014} &= \text{Driftsoverskud}_{2014} - (\text{wacc} \times \text{Gns. NOA}) \\ &= 459 - (0,07 \times 4.740) = 127,2 \text{ (tillad afrunding)} \end{aligned}$$

Krævet gennemsnitlig NOA ved en ATO på 2 = $\text{Salg} / \text{ATO} = 7.885 / 2 = 3.942$

Indsættes dette beløb i formlen fås

$$\text{Ny ReOI}_{2014} = 459 - (0,07 \times 3.942) = 183,1$$

Det vil sige en forbedring i ReOI på 55,9 (183,1 – 127,2)

2d

Nuværende overskudsgrad (PM) = 5,8 pct.

Gns. NOA (uforandret) 4.740

EVA 183,1 (se 2c)

ATO 1,66 (se 2b)

PM ?

RNOA ?

$ReOI = 183,1 = (RNOA - 0,07) \times 4.740 \Rightarrow RNOA = 0,1086 = 10,86 \text{ pct.}$

$RNOA = 10,86 = PM \times 1,66 \Rightarrow PM = 6,54 \text{ pct.}$

Hvorfor den krævede ændring er en stigning fra 5,8 pct. til 6,54 pct.

Opgave 3

Enterprise Value (EV) = Markedsværdi af egenkapital + netto finansielle forpligtelser

Markedsværdi af egenkapital = P/B x bogført værdi af egenkapital

$$= 3,00 \times 2.310 = 6.930$$

Netto finansielle forpligtelser = 2.345

EV = 9.275

OI₂₀₁₅

Nettoomsætning: $7.885 \times 1,02 = 8.043$

OI før skat $8.043 \times 0,08 = 643$

OI efter skat $643 \times (1-0,25) = 482$

Herefter fås

$$9.275/482 = 19,2$$

Hvilket er væsentlige over den multipel sammenlignede virksomheder handles til, hvor konklusionen må være, at A/S Nordic er overvurderet *relativt* til peers.