

## Regnskabsanalyse og aktievurdering

Ordinær eksamen sommer 2012 rettevejledning udarbejdet af Ole Sørensen

### Opgave 1

#### Reformulerede balancer

	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>
<b>Driftsaktiver</b>			
Goodwill	100	100	100
Varemærker	40	45	50
Færdiggjorte udviklingsprojekter	30	15	0
Grunde og bygninger	2.560	2.350	2.280
Driftsmateriel og inventar	830	810	800
Materielle anlægsaktiver under udførsel	140	124	96
Kapitalandele i associerede virksomheder	40	30	20
Andre kapitalandele	200	180	0
Varebeholdninger	600	780	650
Tilgodehavender fra salg	810	950	800
Andre tilgodehavender	80	65	25
	<u>5.430</u>	<u>5.449</u>	<u>4.821</u>
<b>Driftsforpligtelser</b>			
Hensættelse til udskudt skat	69	34	36
Pensionsforpligtelser	38	34	28
Leverandør af varer og tjenesteydelser	290	220	350
Skyldig selskabsskat	200	140	150
Anden gæld	48	36	25
<b>NOA</b>	<u>4.785</u>	<u>4.985</u>	<u>4.232</u>
<b>Netto finansielle forpligtelser</b>			
Likvider	-10	-30	-15
Prioritetsgæld, lang	920	1.066	900
Bankgæld, lang	288	325	1.407
Kortfristet del af prioritetsgæld	55	210	40
Kortfristet del af bankgæld	37	20	0
	<u>1.290</u>	<u>1.591</u>	<u>2.332</u>
<b>Egenkapital</b>	<b>3.495</b>	<b>3.394</b>	<b>1.900</b>

*Kommentarer:*

Den rapporterede balance skal reformuleres så den viser de beløb, der er investeret i virksomhedens driftsaktiviteter (NOA – Net Operating Assets) samt virksomhedens netto gældssætning (NFO – Net Financial Obligations). Posterne 'kapitalandele i associerede virksomheder' og 'andre kapitalandele' er driftsaktiver, hvilket kan læses ud fra opgaveteksten. Likvide beholdninger er dermed de eneste finansielle aktiver. Bemærk, at reformuleringen sikrer balanceligningen  $NOA - NFO = CSE$

## Reformulerede resultatopgørelser

<i>Mio. kr.</i>	<b>2011</b>		<b>2010</b>	
Nettoomsætning	10.000		11.500	
Produktionsomkostninger	6.200		7.700	
<b>Bruttoresultat</b>	<b>3.800</b>		<b>3.800</b>	
Forsknings- og udviklingsomkostninger	580		520	
Salgs- og distributionsomkostninger	1.766		1.780	
Administrationsomkostninger	480		520	
<b>Driftsoverskud fra salg, før skat</b>	<b>974</b>		<b>980</b>	
Rapporteret skatteomkostning	253		214	
Skattefordel på netto finansielle indtægter	19		24,0	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-5	267,0	-4,0	234
<b>Driftsoverskud fra salg, efter skat</b>	<b>707</b>		<b>746</b>	
<b>Andet driftsoverskud</b>				
Andre driftsindtægter	20		16	
Skat herpå (25 pct.)	-5		-4	
	15		12	
Særlige poster efter skat	-185			
Indtægter fra kapitalinteresser, efter skat	4		-10	
Valutakursregulering	2		8	
Dagsværdiregulering	-5	-169	10	<b>20</b>
<b>Driftsoverskud i alt</b>	<b>538</b>		<b>766</b>	
Finansielle indtægter	1		3	
Finansielle omkostninger	77		99	
Netto finansielle omkostninger, før skat	76		96	
Skattefordel (25 pct.)	19		24,0	
Netto finansielle omkostninger, efter skat	<b>57,0</b>		<b>72,0</b>	
<b>Totalindkomst</b>	<b>481</b>		<b>694</b>	

### Kommentarer:

Den reformulerede (eller analytiske) resultatopgørelse er opstillet på totalindkomstbasis. Overskuddene fra virksomhedens driftsaktiviteter (driftsoverskud i alt) og finansieringsaktiviteter (netto finansielle omkostninger, efter skat) er identificeret. Med hensyn til driftsoverskuddet er dette yderligere opdelt i 'driftsoverskud fra salg' og 'andet driftsoverskud', hvor førstnævnte sikrer et 'rent' mål for værditilvæksten fra at handle med kunder og leverandører i produkt- og faktormarkedene.

## Opgave 2

Tillad afrundinger

Nøgletal	Beregning	2010	2011
RNOA	<u>Driftsoverskud, efter skat</u> Gns. NOA	$766/4.608,5=16,6\%$	$538/4.885=11,0\%$
PM	<u>Driftsoverskud, efter skat</u> Nettoomsætning	$766/11.500=6,7\%$	$538/10.000=5,4\%$
ATO	<u>Nettoomsætning</u> Gns. NOA	$11.500/4.608,5= 2,50$	$10.000/4.885= 2,05$
PM <sub>salg</sub>	<u>Driftsoverskud fra salg, efter skat</u> Nettoomsætning	$746/11.500= 6,5\%$	$707/10.000=7,1\%$

RNOA er faldet fra 16,6 pct. til 11,0 pct. Årsagen hertil skyldes både et fald i PM samt et fald i ATO. Betragtes alene lønsomheden fra den primære aktivitet er PM<sub>salg</sub> steget.

### Opgave 3

#### Estimering af wacc

Markedsværdi af egenkapital (MVE) = Bogført værdi af egenkapital X P/B

$$= 3.495 \times 1,4 = 4.893$$

(Pt. handles aktien til  $4.893/73 = 67$  kr. per aktie)

Markedsværdi af gæld (=NFO) = 1.290

Markedsværdi af NOA = 6.183 = 4.893 + 1.290

$$r_e = 3,5 + (1,5 \times 6,0) = 12,5 \text{ pct.}$$

$$r_d = 8 \times (1-0,25) = 6,0 \text{ pct.}$$

$$wacc = \frac{4.893}{6.183} 12,5 + \frac{1.290}{6.183} 6,0 = 9,89 + 1,25 = 11,14 \text{ (tillad afrunding)}$$

#### Identificering af core OI 2011

<b>Driftsoverskud fra salg</b>	<b>707</b>
Andre driftsindtægter, efter skat	15
Indtægter fra kapitalinteresser, efter skat	4
<b>Core driftsoverskud efter skat</b>	<b>726</b>
<b>Usædvanlige driftsposter</b>	
Særlige poster efter skat	-185
Valutakursregulering	2
Dagsværdiregulering	-5
<b>Samlet driftsoverskud</b>	<b>538</b>

#### Beregning af ReOI 2011

ReOI = Core driftsoverskud – (wacc x NOA<sub>2010</sub>)

$$726 - (0,1114 \times 4.985) = 170,67$$

#### Værdiansættelse

$$V_{2011}^E = CSE_{2011} + \frac{ReOI_{2012}}{wacc} = 3.495 + \frac{170,67}{0,1114} = 3.495 + 1.532 = 5.027$$

Værdi per aktie  $5.027 / 73 = 68,9$  (80 udstedte aktier - 7 egne aktier = 73)

Denne værdi er meget tæt på den nuværende markedspris (67), hvorfor anbefalingen er **HOLD** (svagt køb)