

## Rettevejledning ordinær eksamen sommeren 2013

### Opgave 1

#### Reformuleret balance

	2012	2011
<b>OA (driftsaktiver)</b>		
Varemærker	56	63
Software	42	21
Grunde og bygninger	3.584	3.290
Produktionsudstyr og inventar	1.162	1.134
Værdipapirer disponible for salg (kapitalandele i A/S Color)	268	260
Udskudte skatteaktiver	32	25
Varebeholdninger	840	1.092
Tilgodehavender fra salg	1.134	1.330
Andre tilgodehavender	112	91
	7.230	7.306
<b>OL (driftsforpligtelser)</b>		
Udskudte skattepassiver	97	48
Hensatte forpligtelser	14	12
Leverandørgæld	381	293
Skyldig selskabsskat	180	120
Anden gæld	68	50
<b>NOA (netto driftsaktiver)</b>	<b>6.490</b>	<b>6.783</b>
<b>(NFO) Netto finansielle forpligtelser</b>		
Værdipapirer disponible for salg (obligationsbeholdning)	-40	-34
Likvide beholdninger	-15	-38
Prioritetsgæld	1.260	1.492
Bankgæld	403	455
Kortfristet del af prioritetsgæld	77	294
Kortfristet del af bankgæld	52	28
	1.737	2.197
<b>Egenkapital (CSE)</b>	<b>4.753</b>	<b>4.586</b>

#### Kommentarer:

Posten 'Værdipapirer disponible for salg' er opdelt i et driftsaktiv (Kapitalandele i A/S Color), der jf. opgaveteksten er en 'strategisk investering' samt i et finansielt aktiv (obligationsbeholdning), der er overskydende likviditet.

## Reformuleret resultatopgørelse

		<b>2012</b>
Nettoomsætning		14.000
Vareforbrug		-6.160
Bruttoresultat		7.840
Andre eksterne omkostninger		-3.080
Personaleomkostninger		-3.256
Af- og nedskrivninger		-435
Driftsoverskud fra salg, før skat		1.069
Rapporteret skatteomkostning	-260	
Skattefordel på gæld	-26,5	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-7,0	-293,5
Driftsoverskud fra salg, efter skat		<b>775,5</b>
<b>Andet driftsoverskud</b>		
Andre driftsindtægter- og omkostninger	30	
Restruktureringsomkostninger	-58	
	-28	
Skat herpå (25%)	7	
	-21	
Dagsværdiregulering af kapitalandele i A/S Color	8	-13
<b>Samlet driftsoverskud</b>		<b>762,5</b>
<b>Nettofinansielle omkostninger</b>		
Finansielle indtægter	2	
Finansielle omkostninger	-108	
	-106	
Skattefordel (25%)	26,5	
	-79,5	
Dagsværdiregulering, obligationer	2	-77,5
<b>Totalindkomst</b>		<b>685</b>

### Kommentarer:

Posten 'dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg' er indarbejdet. Mht DVR på kapitalandelen er denne medtaget under 'andet driftsoverskud', mens DVR der vedrører obligationsbeholdningen er medtaget under finansielle poster. 'Andre driftsindtægter- og omkostninger samt 'restruktureringsomkostninger' er klassificeret under 'andet driftsoverskud' og der er allokeret skat til disse poster.

## Opgave 2

a.

ROCE = Totalindkomst/ Gns. Egenkapital

$$= 685/4.669,5 = 14,7 \text{ pct.}$$

ROCE = RNOA + [FLEV x SPREAD]

RNOA = Samlet driftsoverskud (OI)/ Gns. NOA =  $762,5/6.636,5 = 11,5 \text{ pct.}$

FLEV = Gns. NFO/Gns. CSE =  $1.967/4.669,5 = 0,421$

SPREAD = RNOA – NBC

NBC = Netto finansielle omkostninger, efter skat/ Gns. NFO =  $77,5/1.967 = 3,9 \text{ pct.}$

Indsat fås

ROCE =  $11,5\% + [0,421 \times (11,5\% - 3,9\%)] = 14,7 \text{ pct.}$  (tillad afrunding)

b.

Core NBC =

Netto finansielle omkostninger, efter skat *ekskl.* dagsværdiregulering på obligationer / Gns. NFO

$79,5 / 1.967 = 4,04 \text{ pct.}$

Herefter fås:

ROCE =  $8,0\% + [0,35 \times (8,0\% - 4,04\%)] = 9,39 \text{ pct.}$  (tillad afrunding)

### Opgave 3

Ved permanent (core) driftsoverskud forstås det overskud, der forventeligt kan vokse i fremtiden. Overskuds-komponenter, der ikke forventes gentaget i fremtiden samt ikke kan budgetteres, benævnes usædvanlige poster.

#### Identificering af core OI:

Samlet driftsoverskud	762,5
<i>Korrektion for usædvanlige poster:</i>	
Tab ved salg af materielle aktiver	4
Restruktureringsomkostninger	58
Nedskrivninger på materielle aktiver	12
	74
Skat herpå (25%)	-18,5
	55,5
Dagsværdiregulering af kapitalandele i A/S Color	-8
	47,5
<b>Core OI</b>	<b>810,0</b>

#### Beregning af wacc:

Markedsværdi af egenkapital	CSE x P/B [4.753 x 2,0]	9.506
Markedsværdi af gæld	NFO	1.737
Markedsværdi af driften		11.243
Egenkapitalomkostninger	2,5% + (1.1 x 6,0%)	9,1%
Gældsomkostninger	Se tekst	4,0%
<b>WACC</b>		
(9.506/11.243) x 9,1% + (1.737/11.243) x 4,0%		<b>8,318%</b>

**Værdiansættelse:**

Værdi af driften = kapitaliseret  $OI_{2013}$

$$= 810/0,08318$$

$$= 9.738$$

Værdi af egenkapital = værdi af driften – NFO

$$= 9.738 - 1.737$$

$$= 8.001$$

Hvilket implicerer en indre P/B på **1,68** ( $8.001/4.753$ ), hvilket er lavere end de 2,0 som aktien handles til, hvorfor det bør resultere i en salgsanbefaling (aktien er overvurderet).