

Vejledende løsning – Syge/omprøve 23. august 2010

Opgave 1

Reformulerede balancer

Mio. kr.	2006		2007		2008		2009	
Koncerngoodwill		12		10		22		30
Grunde og bygninger		46		43		48		71
Produktionsanlæg og maskiner		7		8		10		23
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		13		8		9		16
Materielle anlæg under opførelse		1		1		1		5
Udskudt skatteaktiv		9		6		5		6
Varebeholdninger		178		198		261		354
Tilgodehavender fra salg		100		107		135		177
Andre tilgodehavender		18		15		26		24
Driftsaktiver (OA)		<u>384</u>		<u>396</u>		<u>517</u>		<u>706</u>
Driftsforpligtelser (OL)								
Hensatte forpligtelser	2		2		4		5	
Leverandørgæld	43		49		68		91	
Selskabsskat	3		3		5		6	
Anden gæld	4	52	2	56	1	78	1	103
Netto driftsaktiver (NOA)		332		340		439		603
Netto finansielle forpligtelser (NFO)								
Likvide beholdninger	-2		-4		-8		-25	
Gæld til realkreditinstitutter	16		17		18		22	
Kreditinstitutter	59		58		62		172	
Bankgæld	131		133		215		236	
Kortfristet del af langfristet gæld	2	206	2	206	7	294	3	408
Egenkapital (CSE)		<u>126</u>		<u>134</u>		<u>145</u>		<u>195</u>

Kommentarer:

Ovenfor er vist de reformulerede balancer i deres helhed. Med henblik på at beregne nøgletallene i opgave 2 er det tilstrækkelig, at den studerende alene beregner den kapital, der investeret i driften (NOA). Der er i opgaven ikke lagt op til, at der afsættes 'driftslikviditet' (typisk 1-2 pct. af nettoomsætningen), men det er ikke en fejl, såfremt den studerende afsætter driftslikviditet.

Reformuleret resultatopgørelser

<i>Mio. kr.</i>	2007		2008		2009	
Nettoomsætning		1.007		1.073		1.437
Vareforbrug		-842		-892		-1.180
Bruttoavance		165		181		257
Personaleomkostninger		-72		-78		-111
Andre eksterne omkostninger		-42		-51		-78
Af- og nedskrivninger		-12		-12		-21
Driftsoverskud fra salg før skat		39		40		47
Rapporteret skatteomkostning	10		11		12	
Skattefordel på gæld	2,25		2,50		4,50	
Skat på andet driftsoverskud	0,50	12,75	-1,50	12,00	-3,75	12,75
Driftsoverskud fra salg, efter skat		26,25		28,00		34,25
Andet driftsoverskud						
Andre driftsindtægter og omkostninger	-2		6		15	
Skat herpå	0,50	-1,50	-1,50	4,50	-3,75	11,25
Driftsoverskud i alt, efter skat		24,75		32,50		45,50
Finansielle poster, netto	-9		-10		-18	
Skattefordel	2,25	-6,75	2,50	-7,50	4,50	-13,50
Nettooverskud (totalindkomst)		<u>18,00</u>		<u>25,00</u>		<u>32,00</u>

Kommentarer:

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen er at kaste lys over overskudsskabelsen fra virksomhedens drifts- og finansielle aktiviteter. Dette sikres gennem at opdele den samlede totalindkomst (i dette tilfælde lig med 'årets resultat') i driftsoverskud og overskud fra finansielle aktiviteter. Med hensyn til driftsoverskuddet opdeles dette endvidere i 'driftsoverskud fra salg' og 'andet driftsoverskud', hvor førstnævnte viser værdiskabelsen fra at handle med kunder.

Da alle overskudskomponenter har skattemæssige konsekvenser skal der ske en allokering af den samlede skatteomkostning. I den reformulerede resultatopgørelse er posten 'andre driftsindtægter og omkostninger' klassificeret som 'andet driftsoverskud', idet det er en overskudskomponent, der ikke vedrører den primære aktivitet (A/S Hårdtræ er ikke i markedet for at handle med anlægsaktiver).

I forbindelse med skatteallokeringen er selskabsskatteprocenten (25 pct.) anvendt på 'netto finansielle omkostninger' samt på 'andre driftsindtægter og omkostninger', mens skat på 'driftsoverskud fra salg' fremkommer som et residual.

Opgave 2

Finansielle nøgletal for A/S Hårdtræ

	2007	2008	2009
RNOA	7,4%	8,3%	8,7%
PM	2,5%	3,0%	3,2%
ATO	2,997	2,755	2,758
Bruttoavanceprocent	16,4%	16,9%	17,9%
PM salg efter skat	2,6%	2,6%	2,4%

Kommentarer:

Det fremgår, at A/S Hårdtræ inden for den betragtede periode har formået at forbedre rentabiliteten fra driften (RNOA). Årsagen hertil skyldes primært en løbende forbedring af overskudsgraden (PM), men der anes også en marginal forbedring af kapitaltilpasningen (ATO) fra 2008 til 2009.

Betragtes alene lønsomheden fra virksomhedens primære aktivitet (PM_{salg}) kan det imidlertid konstateres, at denne er faldet fra et niveau på 2,6 pct. i 2007 til 2,4 pct. Det forhold, at bruttoavanceprocenten over hele perioden er blevet forbedret indikerer, at omkostningerne (eksklusiv vareforbruget), der er afholdt for at skabe salget er steget kraftigere end væksten i salget.

Sammenlignes med A/S Bygma ligger afkastet på driftsaktiviteten (RNOA) på et væsentligt lavere niveau, hvilket skyldes, at overskudsgraden i A/S Bygma ligger på et højere niveau, da niveauet for ATO stort set er det samme. En af årsagerne til det højere niveau for overskudsgraden i A/S Bygma er den betydelige højere bruttoavanceprocent.

Opgave 3

Den effektive skatteprocent på driftsoverskud fra salg i 2009 beregnes som:

Skat på driftsoverskud fra salg / driftsoverskud fra salg

$$12,75 / 47,00 = \underline{27,1 \text{ pct.}}$$

Den nuværende bruttoavanceprocent i A/S Hårdtræ er 17,9 pct. En stigning i bruttoavanceprocenten på niveau med branchens (22,0 pct.) vil lede til en stigning på 4,1 procent-point. Ud fra den beregnede effektive skatteprocent (27,1 pct.) er dette ensbetydende med en efter-skat stigning på ca. 3 procent-point [$4,1 \times (1 - 0,271)$] i PM_{salg} fra 2,4 pct. til 5,4 pct.

Opgave 4

Step 1

Forventet efter-skat driftsoverskud (OI_{2010}) = Nettoomsætning x PM

$$81 = 1.500 \times 0,054$$

Step 2

Enterprise Value = forward enterprise ratio x OI_{2010}

$$1.458 = 18 \times 81$$

Step 3

Værdi af egenkapital = Enterprise Value – NFO_{2009}

$$\underline{1.050} = 1.458 - 408$$

Ved fra virksomhedsværdien (Enterprise Value) at trække den bogførte værdi af den netto rentebærende gæld (NFO – se løsning opgave 1) findes et estimat over værdien af egenkapitalen. (Dette forudsætter, at den bogførte værdi af NFO er lig dens markedsværdi, hvilket er en rimelig approksimation.