

Opgave 1

Korrektioner:

Finansielle ind- og udbetalinger er afledt af finansieringsaktiviteten, hvorfor de flyttes fra driftsafsnittet til finansieringsafsnittet. Da virksomheden opnår et skattemæssigt fradrag skal beløbet opgøres på efter-skat basis. Køb (og salg) af værdipapirer er placering af frit cash flow ikke investering i driften for en ikke-finansiel virksomhed, hvorfor beløbet for nettoinvestering i værdipapirer skal flyttes til finansieringsafsnittet. Hermed fremkommer det korrigerede FCF på 12.797.

Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet		25.438
<i>Netto renteudbetalinger, før skat</i>	21.169	
<i>Skat herpå (25%)</i>	5.292	15.877
		<hr/>
Korrigeret C		41.315
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet		-6.132
<i>Nettoinvestering i værdipapirer</i>		-22.386
Korrigeret I		-28.518
Korrigeret FCF		<hr/> 12.797 <hr/>

Finansielle pengestrømme til fordringshavere:

Gældsfinansiering (F):

Provenu ved langfristet lånoptagelse	-16.800	
Afdrag på gældsforpligtelser	2.163	
Nettoinvestering i værdipapirer	-22.386	
Netto renteudbetalinger, efter skat	15.877	
Ændring i likvider	59.143	37.997
		<hr/>

Egenkapitalfinansiering (d):

Kapitalforhøjelse ved kontant indskud		<hr/> -25.200 <hr/>
		<hr/> 12.797 <hr/>

b)

Se ovenfor.

Opgave 2

Den studerende bør starte med at stille følgende pro forma:

	2011A	2012E	2013E
EPS		4,25	4,60
DPS		0,50	0,71
BPS	10,20*	13,95	17,84
RE (12%)		3,026	2,926

*24.480/2.400 (jf. opgaveteksten)

I 2012 findes BPS som: $10,20 + 4,25 - 0,50 = 13,95$ og for 2013 som: $13,95 + 4,60 - 0,71 = 17,84$

Beregningen foretages ud fra den såkaldte 'strøm- og beholdningsligning, for egenkapitalen.

Residualoverskuddene (RE) beregnes som: $EPS_t - (r_e \times BPS_{t-1})$, hvor r_e er ejernes afkastkrav (12 pct.).

$$RE_{2012} = 4,25 - (0,12 \times 10,20) = \underline{3,026} \text{ (tillad afrunding)}$$

$$RE_{2013} = 4,60 - (0,12 \times 13,95) = \underline{2,926} \text{ (tillad afrunding)}$$

Herefter findes den implicitte vækstrate i residualoverskud (g_{RE}) efter 2013 gennem at 'reverse engineer' ligningen:

$$V_{2011} = BPS_{2011} + \frac{RE_{2012}}{(1+r_e)^1} + \frac{RE_{2013}}{r_e - g_{RE}} \cdot \frac{1}{(1+r_e)^1}$$

$$70 = 10,20 + \frac{3,026}{1,12^1} + \frac{2,926}{0,12 - g_{RE}} \cdot \frac{1}{1,12^1}$$

$$g_{RE} \approx 0,0742 \text{ eller } 7,42 \text{ procent (tillad afrunding)}$$

b)

Denne delopgave går ud på fastlægge, hvilken vækst i overskud per aktie (EPS) den fundne vækst i RE ovenfor implicerer, idet vækst i RE er lidt vanskelig at fortolke samtidig med at analytikere refererer til vækst i EPS frem for vækst i RE. Rent teknisk består opgaven i først at fastlægge RE for 2014 og 2015 gennem at lade disse vokse med 7,42 procent: $RE_{2014} = RE_{2013} \times (1+g_{RE}) = 2,926 \times 1,0742 = \mathbf{3,14}$ og $RE_{2015} = 3,14 \times 1,0742 = \mathbf{3,37}$

Formlen til at konvertere et RE forecast til forecast af EPS (jf. lærebogen s. 177) er:

$$EPS_t = (BPS_{t-1} \times \text{afkastkrav}) + RE_t$$

For **2014** fås: $EPS_{2014} = (17,84 \times 0,12) + 3,14 = \underline{\underline{5,28}}$

Med hensyn til 2015 skal BPS for 2014 først bestemmes:

$$BPS_{2014} = BPS_{2013} + EPS_{2014} - DPS_{2014}$$

$$= 17,84 + 5,28 - 0,815^*$$

$$= 22,305$$

*Pay out ratioen (DPS/EPS) for 2013: $0,71/4,60 = 0,1543$ (tillad afrundning), hvorfor $DPS_{2014} = 5,28 * 0,1543 = 0,815$ (tillad afrundning)

Indsættes i formlen ovenfor fås:

$$EPS_{2015} = (22,305 \times 0,12) + 3,37 = \underline{\underline{6,05}}$$

Vi kan nu bestemme vækstraterne i EPS for 2014 og 2015, der ligger implicit i værdien på 70:

2014: $5,28/4,60 = 1,1478$, hvilket er lig **14,78 procent**

2015: $6,05/5,28 = 1,1458$, hvilket er lig **14,58 procent**

Opgave 3

Såfremt både RNOA og ATO er konstant er vækstraten i ReOI givet af vækstraten i salget, hvorfor

$$V_0^{NOA} = NOA_0 \times \left[\frac{RNOA - g}{wacc - g} \right]$$

$$V_0^{NOA} = NOA_0 \times \left[\frac{0,14 - 0,04}{0,085 - 0,04} \right]$$

$$V_0^{NOA} = NOA_0 \times 2,22$$

$$\frac{V_0^{NOA}}{NOA_0} = 2,22$$