

Rettevejledning Syge/Omprøve

Opgave 1

a1.	Reformuleret egenkapitalopgørelse		
	Egenkapital, primo		1.720
	<u>Transaktioner med ejere - nettodividende (d)</u>		
	Kontant kapitalindkud	980	
	Aktietilbagekøb	-860	
	Udbytte	-210	-90
	<u>Totalindkomst</u>		
	Nettooverskud	562	
	Urealiseret gevinst på obligationer disponible for salg, efter skat	48	610
	Egenkapital, ultimo		2.240

	Reformuleret balance			
a2.	Driftsaktiver:	2014	2013	Gns.
	Grunde og bygninger	2.700	2.008	
	Produktionsudstyr og inventar	1.770	1.450	
	Varebeholdninger	1.090	900	
	Tilgodehavender fra salg	1.130	850	
		6.690	5.208	
	Driftsforpligtelser:			
	Leverandørgæld	1.440	1.250	
	Skyldige omkostninger	1.540	538	
		2.980	1.788	
	Netto driftsaktiver (NOA):	3.710	3.420	3.565
	Langfristet bankgæld	2.200	2.360	
	Obligationer - disponible for salg	-660	-600	
	Likvide beholdninger	-70	-60	
	Netto finansielle forpligtelser (NFO):	1.470	1.700	1.585
	Egenkapital	2.240	1.720	1.980

<i>Reformuleret resultatopgørelse</i>			
b.	Indtægter fra salg (iflg tekst)		4.470 (5)
	Driftsomkostninger inkl. skat i alt		3.833 (4) = (5) - (3)
	Driftsoverskud, efter skat (OI)		637 (3) = (1) + (2)
	Netto finansielle omkostninger (NFE)		
	Netto finansielle omkostninger (iflg tekst)	-100	
	Skattefordel (25 pct.)	25	
		-75	
	Urealiseret gevinst på obligationer disponible for salg, efter skat	48	-27 (2)
	Totalindkomst iflg reformuleret egenkapitalopgørelse		610 (1)

c.	FCF = OI - ΔNDOA		
	OI	637	
	NOA2014	3.710	
	NOA2013	3.420	347
d.	PM = OI / Salg		
	OI	637	
	Salg	4.470	
	PM	14,3%	
	ATO = Salg / gns. NOA		
	Salg	4.470	
	Gns. NOA	3.565	
	ATO	1,254	
	RNOA = OI / Gns. NOA		
	OI	637	
	Gns. NOA	3.565	
	RNOA	17,9%	
e.	ROCE = Totalindkomst / Gns. Egenkapital		
	Totalindkomst	610	
	Gn. Egenkapital	1.980	
	ROCE	30,8%	
	ROCE = RNOA + [FLEV x (RNOA - NBC)]		
	RNOA	17,9%	
	FLEV = Gns. NFO / Gns. EK		
	Gns. NFO	1.585	
	Gns. EK	1.980	
	FLEV	0,801	
	NBC = Netto finansielle omkostninge, efter skat / Gns. NFO		
	NFE	27	
	Gns. NFO	1.585	
	NBC	1,7%	
	ROCE = RNOA + [FLEV x (RNOA - NBC)]	30,8%	
	tillad afrunding		

Opgave 2

Først opstilles proforma opgørelser

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Nettoomsætning	4.470	4.828	5.166	5.475	5.749
Driftsoverskud (OI)		676	697	712	719
Netto driftsaktiver (NOA)	3.710	3.862	4.132	4.380	4.599

Nettoomsætning(t) = Nettoomsætning(t-1) x (1 + salgsvækstrate)

Driftsoverskud(t) = Nettoomsætning(t) x PM(t)

NOA(t) = Nettoomsætning(t) / ATO(t)

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
Nettoomsætning	4.470	4.828	5.166	5.475	5.749
Driftsoverskud (OI)		676	697	712	719
Netto driftsaktiver (NOA)	3.710	3.862	4.132	4.380	4.599
ReOI = OI - (wacc x NOA _{primo})		379	388	381	368
PV ReOI (8 pct.)		351	333	303	271
Sum af PV ReOI 2015-2018	1.257				
TV					9.574
PV TV	7.037				
Enterpris Value	12.004				
Netto finansielle forpligtelser	1.470				
Værdi af egenkapital	10.534				
Værdi per aktie	105				

$PV TV = ReOI(2018) \times 1,04 / (0,08 - 0,04) = 9.574 / (1,08)^4$

Opgave 3

- a. Virksomhed B vil have et højere nettooverskud i 2016, fordi den ikke udbetaler noget udbytte. Sagt på end anden måde vil virksomhed A's nettooverskud i 2016 blive fordrevet af dets udbytte i 2015:

$$\text{Udbytte i 2015 for virksomhed A} = 0,60 \times 16,60 = 9,96$$

$$\text{Reduceret nettooverskud i 2016 for virksomhed A} = 9,96 \times 11\% = 1,10$$

Det reducerede nettooverskud er overskud, der kunne have været indtjent, såfremt der ikke have været udbetalt udbytte men investeret til 11 pct.

$$\text{Det gælder derfor, at virksomhed B's nettooverskud er lig} \quad 17,80 + 1,10 = 18,90$$

(forudsætter at tilbageholdte overskud investeres til egenkapitalomkostningerne)

- b. Forventede fremtidige udbytter berører ikke den nuværende pris (medmindre udbyttebetalingen reducerer investeringer i værdiskabende projekter). Virksomhed A's ejere forventer at opnå samme overskud som virksomhed B's ejere gennem at geninvestere udbyttet til egenkapitalomkostningerne. Det gælder derfor, at cum-dividend earnings (dvs. nettooverskud tillagt afkast på geninvesterede udbytte) er ens for begge virksomheder og dermed deres værdi.