

## Regnskabsanalyse og aktievurdering – Reeksamen 2016

*Rettevejledning udarbejdet af eksternt lektor Ole Sørensen*

### Opgave 1

a.

Eftersom der ikke er nogen finansielle aktiver eller gæld fås:

$$\begin{aligned}C - I &= FCF = d \\ &= 150\end{aligned}$$

*eller*

Eftersom der ikke er nogen ændring i egenkapitalen samt finansielle indtægter eller finansielle omkostninger fås

$$\begin{aligned}OI = NI &= d \quad (\text{dvs. hele overskuddet udbetales som udbytte}) \\ &= 150\end{aligned}$$

hvorfor

$$\begin{aligned}C - I &= OI - \Delta NOA \\ &= 150 - 0 \\ &= 150\end{aligned}$$

(der er ingen ændring i netto driftsaktiver (NOA), fordi der ikke er nogen ændring i egenkapitalen og ingen netto finansielle forpligtelser).

b.

Stigningen i likviditeten stammer fra driftsaktiviteten samt provenu fra salg af grunde (mens udbetalt udbytte reducerede likviditeten).

Nettooverskud	150
+ afskrivninger	100
± $\Delta$ varelagre	(100)
± $\Delta$ tilgodehavender fra salg (40)	
± $\Delta$ varekreditorer	<u>25</u>
= Pengestrøm fra driftsaktivitet	135
Salg af grund	<u>400</u>
	535
Udbetalt udbytte	<u>(150)</u>
Ændring i likviditet	<u>385</u>

c.

Ingen ændring. Investering i obligationer er en finansieringsaktivitet og ikke en investering i driften, hvorfor det frie cash flow er uberørt. Det er en placering af skabt likviditet via driften ikke skabelse af frie cash fra driften.

## Opgave 2

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Overskud	485,00	712,50	748,75	786,25	825,56
Udbytte	143,75	200,00	436,25	458,78	481,75
Reinvesterede udbytter		14,38	20,00	43,63	45,88
Cum-div earnings		726,88	768,75	829,88	871,44
Normal earnings		533,50	783,75	823,63	864,88
<b>a. AEG</b>		<b>193,38</b>	<b>-15,00</b>	<b>6,25</b>	<b>6,56</b>
<b>Vækst i AEG</b>			<b>-107,76%</b>	<b>-141,67%</b>	<b>5,00%</b>
df		1,1	1,21		
PV AEG		175,80	-12,40		
Sum AEG	163,40				
TV			125		
PV TV	103,306				
	751,70				
Kapitaltaliseringsrate	0,1				
Værdi af egenkapital	7517,05				
Antal aktier	1725				
<b>c. Værdi per aktie</b>	<b>4,36</b>				

Reinvesterede udbytter beregnes som:  $d_{t-1} * r$  For 2017:  $143,75 \times 0,10 = 14,38$

Cum-dividend earnings beregnes som:  $E_t + d_{t-1} * r$  For 2017:  $712,50 + 14,38 = 726,88$

Normal earnings beregnes som:  $E_t \times (1+r)$  For 2017:  $485,00 \times 1,10 = 533,50$

AEG beregnes som: Cum-dividend earnings - Normal earnings

### b.

Der er tale om en **Case 2**, da AEG fra og med 2019 forventes at vokse konstant med 5 pct. p.a.

**c.**

$$\begin{aligned}\text{Værdi af egenkapital} &= \frac{1}{r} \left[ \text{Forward earnings}_{2016} + \frac{AEG_{2017}}{(1+r)^1} + \frac{AEG_{2018}}{(1+r)^2} + \frac{AEG_{2019}}{(r-g_{AEG})} \times \frac{1}{(1+r)^2} \right] \\ &= \frac{1}{0,10} \left[ 485,00 + \frac{193,38}{(1,10)^1} + \frac{-15,00}{(1,10)^2} + \frac{6,25}{(0,10-0,05)} \times \frac{1}{(1,10)^2} \right] \\ &= 7.517\end{aligned}$$

### Opgave 3

Det reviderede budget ser således ud:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Overskud	627,50	712,50	748,75	786,25	825,56
Udbytte	143,75	200,00	436,25	458,78	481,75

Budgetteret overskud i 2016 stiger med 142,50 til 627,50 qua det lavere vareforbrug. (Dette forudsætter, at nedskrivningen ikke har nogen effekt på det budgetterede salg: dette er dog ofte tilfældet, idet virksomheden vil have svære ved at sælge sit varelager).

Værdiansættelse baseret på det revidere budget:

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Overskud	627,50	712,50	748,75	786,25	825,56
Udbytte	143,75	200,00	436,25	458,78	481,75
Reinvesterede udbytter		14,38	20,00	43,63	45,88
Cum-div earnings		726,88	768,75	829,88	871,44
Normal earnings		690,25	783,75	823,625	864,875
AEG		36,63	-15,00	6,25	6,56
PV AEG		33,30	-12,40		
SUM AEG	20,90				
TV			125		
PV TV	103,3058				
	751,70				
Kapitaltaliseringssrate	0,1				
Værdi af egenkapital	7.517				
Antal aktier	1.725				
<b>Værdi per aktie</b>	<b>4,36</b>				

Værdien er (selvfølgelig) den samme som under 2d.

## Opgave 4

Den reformulerede resultatopgørelse skelner mellem core og usædvanlige poster som følger:

Salg		444,9	
Core omkostninger		-386,8	
Core driftsoverskud før skat	(48,9 + 9,2)	<u>58,1</u>	
Rapporteret skatteomkostning	-12,2		
Skattefordel på gæld (0,24 x 13,7)	<u>-3,3</u>		
Skat på core driftsoverskud	-15,5		
Skat allokeret til usædvanlige poster	<u>-2,2</u>	<u>-17,7</u>	
<b>Core driftsoverskud, efter skat</b>		<b>40,4</b>	
Usædvanlige poster			
Omkostninger ifm. børsnotering	-2,9		
Restruktureringsomkostninger	-8,9		
Gevinst ved salg af anlægsaktiv	<u>2,6</u>		
	-9,2		
Skatteeffekt (0,24)	<u>2,2</u>		
	-7,0		
Valutaomregningsgevinst	<u>5,9</u>	<u>-1,1</u>	
Totalindkomst fra driften		<u>39,3</u>	