

Rettelsesblad

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. 5. udgave 2017

Rettelserne er markeret med **rød** skrift

		Direkte modeller	Indirekte modeller
Værdiattribut		Egenkapitalværdien vurderet <i>direkte</i> som V_0^E	Egenkapitalværdien vurderet <i>indirekte</i> som $V_0^E = V_0^{EV} - NFF_0$
	Cash flow	$= \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+r_e)^t} + \frac{d_{T+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$ hvor $d_t = NO_t - \Delta EK_t$	$= \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+wacc)^t}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1+wacc)^T} - NFF_0$ hvor $FCF_t = DO_t - \Delta NDA_t$
	Residualoverskud	$= EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{T+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$ hvor $RI_t = NO_t - (r_e EK_{t-1})$	$= NDA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+wacc)^t}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \frac{RIDO_{T+1}}{(wacc - g)(1+wacc)^T} - NFF_0$ hvor $RIDO_t = DO_t - (wacc NDA_{t-1})$

Figur 2.3

		Budgetperiode					Terminalår
Regnskabsår	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	
Resultatopgørelse							
(1) Nettoomsætning	6.275.777	6.526.808	6.742.192	6.951.200	7.138.883	7.331.633	
Driftsoverskud fra salg, før skat (EBIT)	979.021	1.050.816	1.112.462	1.167.802	1.227.888	1.261.041	
Skat på EBIT	-210.490	-225.925	-239.179	-251.077	-263.996	-271.124	
(3)(4) Driftsoverskud fra salg, efter skat (NOPAT)	768.532	824.891	873.282	916.724	963.892	989.917	
(5) Andet driftsoverskud, efter skat	31.379	32.634	33.711	34.756	35.694	36.658	
Samlet driftsoverskud, efter skat (DO)	799.911	857.525	906.993	951.480	999.586	1.026.575	
(7) Netto finansielle omkostninger, efter skat	-23.679	-24.605	-23.422	-21.932	-21.588	-22.171	
(8) Nettooverskud	776.231	832.920	883.571	929.548	977.998	1.004.404	
Balance (primo)							
(2) Anlægs kapital	5.115.922	4.882.052	4.847.636	4.824.133	4.925.829	5.058.827	
(2) Arbejds kapital	-997.165	-848.485	-943.907	-1.042.680	-1.070.832	-1.099.745	
(2) Netto driftsaktiver	4.118.757	4.033.567	3.903.729	3.781.453	3.854.997	3.959.082	
(6) Netto finansielle forpligtelser	1.183.952	1.230.238	1.171.119	1.096.621	1.079.399	1.108.543	
(9) Egenkapital	2.934.805	2.803.329	2.732.611	2.684.832	2.775.598	2.850.539	
Samlet finansiering	4.118.757	4.033.567	3.903.729	3.781.453	3.854.997	3.959.082	
Pengestrømsopgørelse							
Samlet driftsoverskud	799.911	857.525	906.993	951.480	999.586	1.026.575	
- Δ Netto driftsaktiver	-85.190	-129.838	-122.276	73.544	104.085	106.895	
= FCF	885.100	987.362	1.029.270	877.937	895.501	919.680	
Gældsfinansiering (F)	-22.607	83.724	97.920	39.155	-7.556	-5.543	
(10) Nettodividende (d)	907.707	903.639	931.350	838.782	903.057	933.141	
Samlet finansiering	885.100	987.362	1.029.270	877.937	895.501	927.598	

Figur 11.4

[Fejl i EBIT og skat på EBIT]

Værdiansættelse af Royal Unibrew

Nedenfor foretages en samlet værdiansættelse af Royal Unibrew ved brug af henholdsvis RIDO-modellen (figur 11.5a) og DCF-modellen (figur 11.5b) Som det fremgår, kommer begge modeller frem til et værdiestimat på 376 kr. per aktie.¹ På tidspunktet for værdiansættelsen (primo oktober 2016) blev Royal Unibrew handlet til kurs 322 per aktie, hvilket er nogen under den fundamentale værdi. Dette synes at indikere, at Royal Unibrew er undervurderet på markedet.

¹ De 376 er fastlagt den 31. december 2015 og bør derfor fremskrives med ejernes afkastkrav (!), r_e for at sammenligne med handelskursen i starten af oktober 2016. Formlen hertil er $(1+r_e \times r)$, hvor r er andelen af året mellem sidste balancedag og dagen for værdiansættelsen. I tilfældet er får vi $376 \times (1+0,076 \times 0,75) = 397$

		Budgetperiode				Terminal
						periode
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsoverskud, efter skat (DO)	799.911	857.525	906.993	951.480	999.586	1.026.575
Netto driftsaktiver (NDA)	4.118.757	4.033.567	3.903.729	3.781.453	3.854.997	3.959.082
ROIC %	19,4%	21,3%	23,2%	25,2%	25,9%	25,9%
RIDO (7,0 pct.)	511.598	575.175	633.732	686.779	729.737	749.439
Diskonteringsfaktor (1,07) ^t	1,070	1,145	1,225	1,311	1,403	
PV RIDO	478.129	502.380	517.314	523.940	520.292	
PV RIDO t.o.m 2020	2.542.055					
Terminalværdi (TV) ¹						17.428.825
PV af TV	12.426.512					
Enterprise Value	19.087.324					
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	1.183.952					
Værdi af egenkapital	20.271.276					
Værdi af option overhang	-64.260					
Værdi af minoritetsinteresser	-					
Værdi af ordinær egenkapital	20.207.016					
Værdi per aktie (53,8)	376					
¹ TV = 729.737 x 1,027 / (0,07 - 0,027) = 17.428.825 (tillad afrundning)						

Figur 11.5a

[Fejl i markedsværdi af netto finansielle forpligtelser]

		Budgetperiode				Terminal
						periode
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Driftsoverskud, efter skat (DO)	799.911	857.525	906.993	951.480	999.586	1.026.575
Netto driftsaktiver (NDA)	4.118.757	4.033.567	3.903.729	3.781.453	3.854.997	3.959.082
FCF = DO - ANDA	885.100	987.362	1.029.270	877.937	895.501	919.680
Diskonteringsfaktor (1,07) ^t	1,070	1,145	1,225	1,311	1,403	
PV FCF	827.197	862.401	840.191	669.774	638.480	
PV FCF t.o.m. 2020	3.838.042					
Terminalværdi (TV) ¹						21.387.907
PV TV	15.249.282					
Enterprise Value	19.087.324					
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	1.183.952					
Værdi af egenkapital	20.271.276					
Værdi af option overhang	-64.206					
Værdi af minoritetsinteresser	-					
Værdi af ordinær egenkapital	20.207.070					
Værdi per aktie (53,8)	376					
¹ TV = 895.501 x 1,027 / (0,07 - 0,027) = 21.387.907 (tillad afrundning)						

Figur 11.5b

[Fejl i markedsværdi af netto finansielle forpligtelser]