

# **Regnskabsanalyse og Aktievurdering**

Analyse af vækst  
og permanent overskud

## **Kapitel 13**

# Hvad vil du lære fra kapitlet?

- Hvorfor analyse af vækst er vigtigt i værdiansættelses øjemed
- Hvorledes ændring i residualoverskud er drevet af ændringer i ROCE og vækst i investeringer
- Hvad der forstås ved en vækstvirksomhed
- Hvad der forstås ved vedvarende vækst
- Hvad der driver vedvarende vækst
- Hvad der forstås ved permanent overskud
- Hvad der driver permanent overskud
- Hvad der forstås ved transitoriske poster

# Hvad vil du lære fra kapitlet? - forsat

- Hvad der forstås ved ”overskudskvalitet”
- Hvorledes driftsmæssig gearing indvirker på overskud ved ændringer i salget
- Hvorledes ROCE kan skabes gennem låntagning
- Hvad der driver væksten i ejenes investeringer

# Hvad forstås ved vækst og hvordan vurderes vækst?

- Vækst i salg?
- Vækst i overskud?
- Vækst i aktiver?
- Vækst i egenkapital?
  - Indikerer en høj P/B en vækstvirkosomhed?
  - Indikerer en høj P/E en vækstvirkosomhed?

**En vækstvirkosomhed er kendetegnet ved at have vækst i residualoverskud**

# Lundbeck: En vækstvirksomhed

Mio. kr.	2003	2002	2001	2000	1999
Nettoomsætning	9.941	9.488	7.656	5.623	3.991
Vækst i salget	4,8%	23.9%	36.2%	40.9%	24.7%
Egenkapital	6.914	5.821	4.742	3.691	2.813
Vækst i egenkapital	18,8%	22.8%	28.5%	31.2%	57.4%
Totalindkomst	1.352	1.316	1.241	977	695
ROCE	21,2%	24.9%	29.4%	30.0%	30.2%
RE (9.6%)	739	809	835	663	474
$\Delta$ RE = AEG	-70	-26	172	189	-

Lundbeck har opretholdt en imponerede vækst i salget, der er omsat i en høj, men gradvist aftagende ROCE og vækst i egenkapital. Frem til 2002 har Lundbeck oplevet vækst i RE om end med en aftagende vækstrate, og i 2002 faldt RE pga. både en lavere ROCE og vækst i EK.

## Kan Lundbeck skabe vækst i fremtiden?

# Analyse af vækst i residualoverskud

$$\begin{array}{l} \text{Ændring i} \\ \text{residual-} \\ \text{indkomst} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Ændring qua} \\ \text{ændring i ROCE} \\ \text{over } \rho_E \end{array} + \begin{array}{l} \text{Ændring qua} \\ \text{ændring i CSE} \end{array}$$

$$\Delta RE_1 = \left[ \Delta(\text{ROCE} - \rho_e)_1 \times \text{CSE}_0 \right] + \left[ \Delta \text{CSE}_1 \times (\text{ROCE} - \rho_e)_1 \right]$$

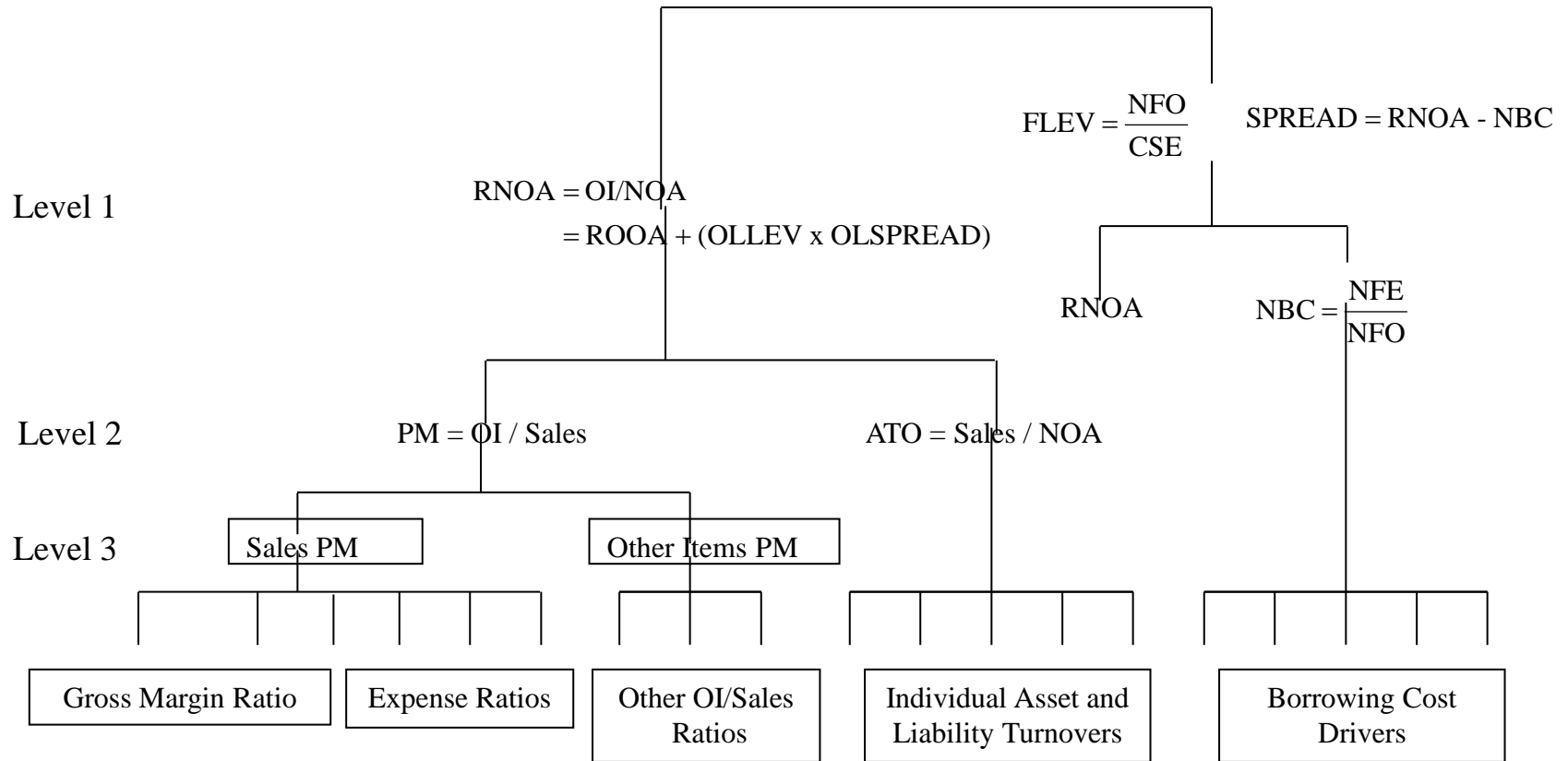
Ændringer residualoverskud er drevet af:

1. Ændringer i ROCE
2. Ændringer i kapitalomkostninger
3. Ændringer i investeringer

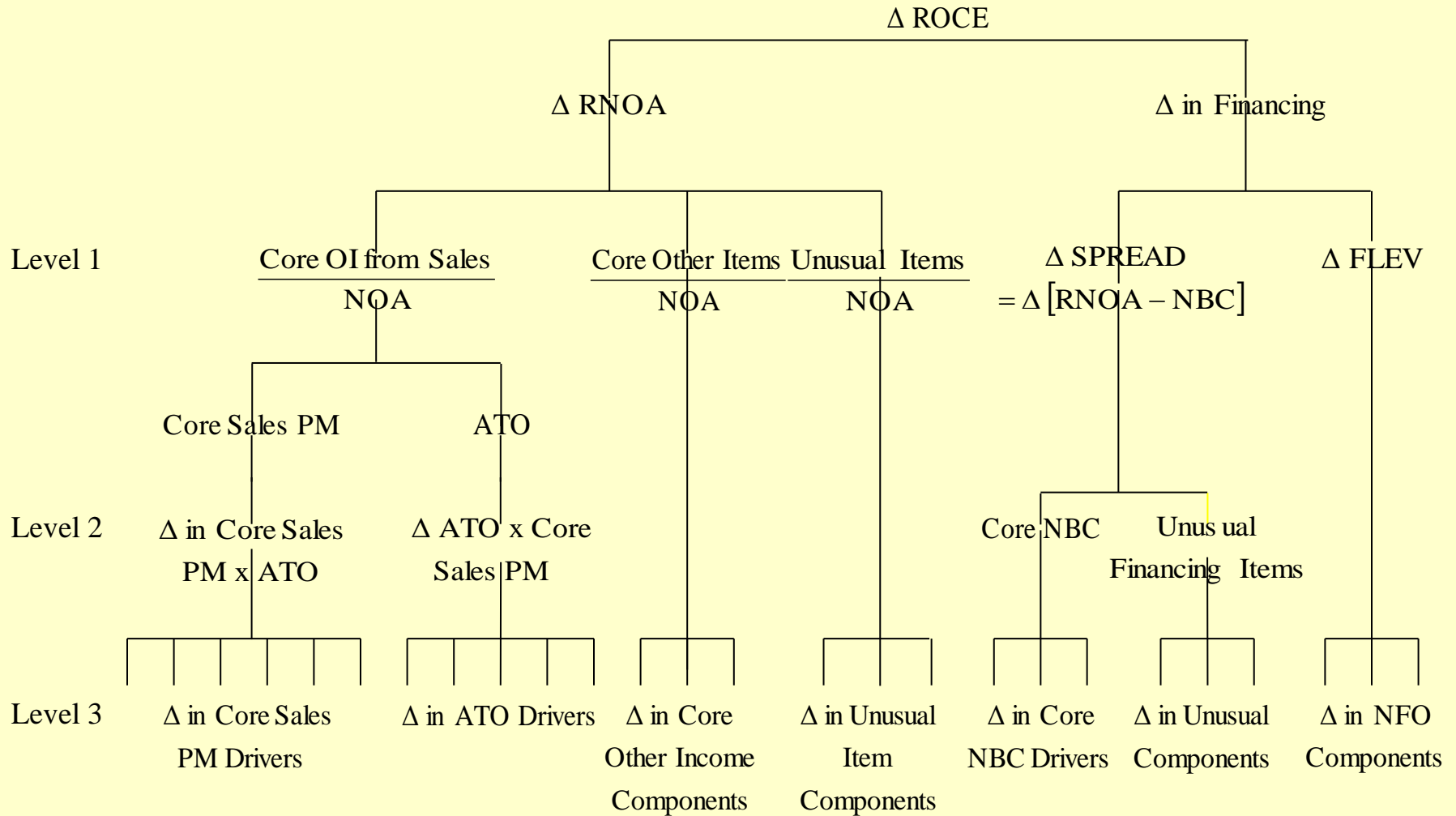
Erindrer:  $\Delta RE = AEG$ , hvorfor beregningen giver AEG

# Rentabilitetsanalysen

$$\begin{aligned} \text{ROCE} &= \text{Comprehensive Income} / \text{Average CSE} \\ &= \text{RNOA} + [\text{FLEV} \times \text{SPREAD}] \end{aligned}$$



# Analyse af ændringer i rentabiliteten

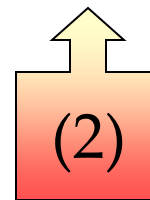
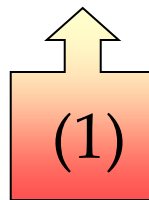




# Analyse af ændring i ROCE

1. Analyser ændringer i rentabiliteten fra driften
2. Analyser effekter fra ændring i finansiering

$$\text{ROCE} = \text{RNOA} + [\text{FLEV} \times \text{SPREAD}]$$



# Analyse af ændringer i rentabiliteten

## Step A Analyse af $\Delta$ RNOA

1. Adskil permanente (core) og transitoriske overskudskomponenter

$$\begin{aligned} \text{RNOA} &= \frac{\text{Core OI}}{\text{NOA}} + \frac{\text{UI}}{\text{NOA}} \\ &= \frac{\text{Core OI from sales}}{\text{NOA}} + \frac{\text{Core other income}}{\text{NOA}} + \frac{\text{UI}}{\text{NOA}} \end{aligned}$$

*CORE OI* er permanent overskud fra virksomhedens kerneaktiviteter

*UI* er usædvanlige poster, der ikke er tilbagevende (transitoriske)

Læs ledelsesberetningen og studer noterne for at identificere UI-poster

Alle overskud er efter skat

# Analyse af ændringer i rentabiliteten

## Step A Analyse af $\Delta$ RNOA

1. Adskil permanente (core) og transitoriske overskudskomponenter
2. Adskil margin og turnover drivere vedr. overskud fra kerneaktiviteterne

$$\text{RNOA} = \text{Core sales PM} \times \text{ATO} + \frac{\text{Core other OI}}{\text{NOA}} + \frac{\text{UI}}{\text{NOA}}$$

$$\text{hvor Core sales PM} = \frac{\text{Core OI from sales}}{\text{Sales}}$$

# Analyse af ændringer i rentabiliteten

## Step A Analyse af $\Delta$ RNOA

1. Adskil permanente (core) og transitoriske overskudskomponenter
2. Adskil margin og turnover drivere vedr. overskud fra kerneaktiviteterne
3. Beregn ændring i driverne

$$\Delta \text{RNOA}_t = (\underbrace{\Delta \text{CorePM}_t}_{\text{(i) Effekt fra ændring i PM}} \cdot \text{ATO}_{t-1}) + (\underbrace{\Delta \text{ATO}_t}_{\text{(ii) Effekt fra ændring i ATO}} \cdot \text{CorePM}_t) + \Delta \left[ \frac{\text{Other OI}_t}{\text{NOA}_t} \right] + \Delta \left[ \frac{\text{UI}_t}{\text{NOA}_t} \right]$$

(iii) Effekt fra periodens UI

NB: Effekten fra ændring i PM er som regel mere vigtig end ændring i ATO

## Hvad tror jeg, som forbliver konstant?

# Analyse af ændringer i rentabiliteten

## Step B Analyse af $\Delta$ ROCE

$$\Delta ROCE_t = \Delta RNOA_t + (\Delta SPREAD_t \cdot FLEV_{t-1}) + (SPREAD_t \cdot \Delta FLEV_t)$$

(i) *Effekt fra ændring  
i driftsmæssig  
rentabilitet*

(ii) *Effekt fra ændring  
i spread*

(iii) *Effekt fra ændring  
i leverage*

### 1. Forklar ændring i spread: RNOA – NBC

Adskil core og udsædvanlige låneomkostninger

$$NBC = \frac{\text{Core financing exp.}}{\text{NFO}} + \frac{\text{Unusual financing exp.}}{\text{NFO}}$$

- ændring i renter (riskofri rente og risikopræmie)
- Ændring i skatteprocenter

### Unusual financing exp

- Tab og gevinster vedr. finansielle poster

# Reformuleret resultatopgørelse, der skelner mellem permanente og transitoriske poster

## Core driftsoverskud

- Core salgsindtægter
- Core produktionsomkostninger

---

- = Core bruttofortjenste
- Core andre driftsomkostninger

---

- = Core driftsoverskud fra salg før skat
- Skat på core driftsoverskud fra salg
  - + Officiel skatteomkostning
  - + Skattefordel fra gæld
- Skat allokeret til core andet driftsoverskud
- Skat allokeret til transitoriske poster

---

- = Core driftsoverskud fra salg
- + Core andet driftsoverskud
  - + Overskud fra associerede virksomheder
  - + Afkast på pensionsaktiver
  - + Andet overskud
  - Skat på andet driftsoverskud

---

- = Core driftsoverskud

## +/- Transitoriske poster

- + Opskrivninger på materielle anlægsaktiver
- Nedskrivninger på aktiver
- +/- Ændring i regnskabsmæssige skøn
- +/- Ekstraordinære poster
- +/- Gevinster og tab ved salg af aktiver
  - + Udbytte fra kapitalandele (<20%)
- +/- Urealiseret gevinster og tab på kapitalandele (<20%)
- +/- Valutakursgevinster og tab
- +/- Gevinster og tab på afledte instrumenter (drift)
  - Omkostninger til restrukturering
- +/- Anden totalindkomst (drift)
  - Skat på transitoriske poster

---

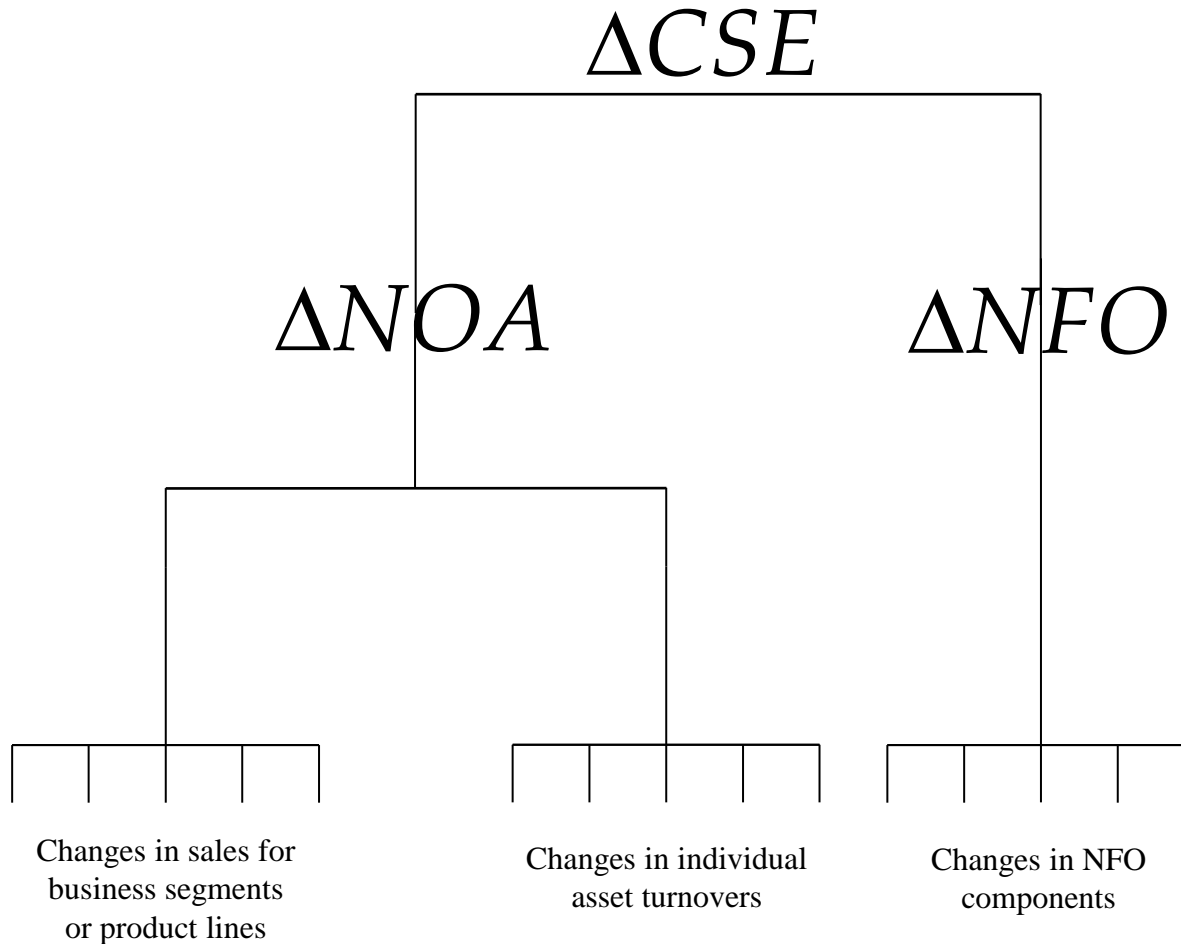
- = **Totalindkomst fra driften**

---

# Permanent overskud – analyser pensionsomkostninger

<i>Mio. kr.</i>	2003	2002	2001
Medarbejernes optjente pensionsrettigheder i regnskabsåret	200	206	197
Rente	713	743	716
Forventet afkast på pensionsordningens aktiver	(1.448)	(1.529)	(1.510)
Amortiserede akturarmæssige (gevinster)/tab	(33)	(109)	(183)
Amortisering af forpligtelse opstået ved implemtering af FAS 87	288	295	295
Amortisering af forbedring af pensionsrettigheder givet med tilbagevirkende kraft.	(16)	(16)	(16)
Dansk fratrædelsesordning	463	0	0
<b>Årets pensionsomkostninger (indtægter) i alt</b>	<b>167</b>	<b>(410)</b>	<b>(501)</b>
<i>Kilde: TDC Årsrapport 2003 og 2002</i>			
EBIT	5.959	5.135	4.339
Forventet afkast i % af EBIT	24,3%	29,8%	34,8%

# Analyse af ændringer i egenkapitalen




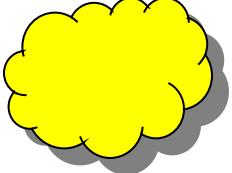




# Analyse af vækst i investeringer

$$\Delta\text{CSE} = \Delta \left( \text{sales} \times \frac{1}{\text{ATO}} \right) - \Delta\text{NFO} - \Delta\text{MIN}$$

$$\Delta\text{CSE}_t = \left( \Delta\text{sales}_t \times \frac{1}{\text{ATO}_{t-1}} \right) + \left( \Delta \frac{1}{\text{ATO}_t} \times \text{sales}_t \right) - \Delta\text{NFO} - \Delta\text{MIN}$$

# Klargøring af finansielle opgørelser til budgettering

- 1) Identificer dirty-surplus poster og beregn ROCE fra egenkapitalopgørelsen
- 2) Reformuler balancen 
- 3) Reformuler resultatopgørelsen 
- 4) Dekomponer ROCE
- 5) Analyser  $\Delta$ ROCE 
- 6) Analyser  $\Delta$ CSE 

**Du er nå klar til at forecaste fremtids ROCE og anvende residualindkomstmodellen**