

## Fylgiskjal 9

### Bipol AS

Samanburður á áætlunum og rauntölum: Félagið var langt undir tekjuáætlun og EBITDA-áætlun árið 2012. Veltan þróaðist ekki eins og áætlanir gerðu ráð fyrir vegna þess að efnahagsástandið batnaði seinna en áætlanir gerðu ráð fyrir.

Rekstraráætlun (IAS 36.30-57): Taflan hér á eftir sýnir spá um tekjur og EBITDA eftir að búið var að gera ákveðnar breytingar á upphaflegri spá. Gert hafði verið ráð fyrir að rauntekjuvöxtur á árinu 2013 yrði 21,8% og að EBITDA-hlutfallið hækkaði strax í 3,08%. Það var mat Ráðgjafans ehf. að 21,8% raunvöxtur tekna væri of hár og var samþykkt af stjórnendum Tvíundar hf. að færa áætlaðan raunvöxt tekna niður í 5,0% á árinu 2013.

2,5% framtíðarvöxtur er í hærri kantinum, en fyrirtæki í geiranum hafa yfirleitt vaxið hraðar en önnur fyrirtæki. Gerð er athugasemd við það að framtíðarvöxtur er sá sami og fyrir íslensku einingarnar þar sem hagvöxtur hefur í gegnum tíðina verið hærri á Íslandi en í Danmörku. Meðalraunhagvöxtur í Danmörku var um 0,4% á tímabilinu 2008-2012. Gert er ráð fyrir að meðalraunhagvöxtur verði í kringum 1,6% á tímabilinu 2008-2017. Ráðgjafinn leggur því til að framtíðarvöxtur verði ekki hærri en 1,5% (IAS 36.33c).

EBITDA-hlutfall félagsins var neikvætt um 7,5% á árinu 2012 og um 13,7% árið þar áður. Því telur Ráðgjafinn óraunhæft að gera ráð fyrir að fyrirtækið nái að snúa rekstri sínum við á einu ári eins og gert er ráð fyrir í áætlunum stjórnenda. Ráðgjafinn telur eðlilegra að EBITDA-hlutfallið hækki jafnt og þétt á tímabilinu (sjá töflu hér á eftir) og var sú nálgun samþykkt af stjórnendum Tvíundar.

FCFF									
DKK	2010R	2011R	2012R	2013Á	2014Á	2015Á	2016Á	2017Á	FV
Heildar velta.....	35.462	45.524	42.471	44.595	45.709	46.852	48.023	49.224	49.962
% vöxtur		28,4%	(6,7)%	5,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	1,5%
EBITDA.....	(3.627)	(6.245)	(3.181)	446	914	1.443	1.479	1.515	1.538
% hlutfall	(10,2)%	(13,7)%	(7,5)%	1,00%	2,00%	3,08%	3,08%	3,08%	3,08%
Afskriftir.....		(1.261)	(1.419)	(1.320)	(900)	(647)	(562)	(539)	(539)
EBIT.....	(3.627)	(7.507)	(4.600)	(874)	14	796	917	976	999
% hlutfall	(10,2)%	(16,5)%	(10,8)%	(2,0)%	0,0%	1,7%	1,9%	2,0%	2,0%
Skattar.....				219	(4)	(199)	(229)	(244)	(250)
% skattahlutfall	-	-	-	(25,0)%	(25,0)%	(25,0)%	(25,0)%	(25,0)%	(25,0)%
NOPLAT				(656)	11	597	688	732	749
Fjárfestingar.....				(500)	(500)	(513)	(525)	(538)	(552)
Afskriftir.....				1.320	900	647	562	539	539
Br. á veltufjármunum.....				(963)	(140)	(144)	(147)	(151)	(155)
Frjálst fjárfæði				(799)	271	587	578	582	581
Framtíðarvirði									7.065
Tímastuðull.....				0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	4,5
<b>Núvirði frjáls fjárfæðis</b>				<b>(762)</b>	<b>235</b>	<b>465</b>	<b>418</b>	<b>383</b>	<b>4.652</b>

Fjárfestingar: Fjárfestingar eru í lægri kantinum og lækkar hlutfall fastafjármuna af veltu. Samkvæmt upplýsingum frá fyrirtækinu var mikið fjárfest á árunum 2010-2012 og eru stjórnendur nú að einbeita sér að því að bæta nýtingu framleiðslutækja.

Afskriftir: Ráðgjafinn gerir engar athugasemdir við áætlaðar afskriftir í mati Bipol.

### ***Veginn fjármagnskostnaður (WACC)***

**Beta:** Bipol notar gagnagrunn Damodaran við útreikning á betu og notar óvogaða betu (0,89) fyrir atvinnugreinina í Evrópu. Ráðgjafinn gerir ekki athugasemd við betagildi Bipol.

**Skuldsetning:** Bipol miðar við D/E-hlutfall (Debt/Equity – þ.e. skuldir/eigið fé) geirans sem er 46,74%. Það er nauðsynlegt að reikna út skuldsetningu á móti heildareignum út frá þessu hlutfalli og því er þessi aðferðafræði Bipol röng. Rétt skuldsetningarhlutfall er því 31,85%.

**Markaðsálag:** Bipol notar 5% markaðsálag í mati sínu. Ráðgjafinn gerir ekki athugasemd við það mat.

**Sértækt álag (alfa) (IAS 36.56):** Bipol gerði ráð fyrir 4% sértæku stærðarálagi. Ráðgjafinn telur að 5% eigi betur við þar sem taka þarf tillit til óvissu í umhverfi og áætlanagerð, fjármögnunaráhættu og stærðarálags og var sú nálgun samþykkt af stjórnendum Tvíundar.

**Áhættulausir vextir:** Bipol notar skuldabréfaflokkinn Danske Stat st. Lån 2020 sem viðmið við ávöxtunarkröfu en meðaltíminn er ekki nema 6 ár, sem er heldur stutt. 10 ára áhættulausu vextirnir sem Ráðgjafinn styðst við eru: 4% vaxtagreiðsluskuldabréf (coupon) gefið út af danska konungsríkinu þann 13/1/2012 með lokagjalddaga 15/11/2022 (m.v. árslok 2012 er þetta 3,668%). Ráðgjafinn notar verðbólguþá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) til að draga frá verðbólgu og er miðað við 2,3% verðbólgu. Rétt grunnvaxtaviðmið er því 1,37%.

**Skattprósenta:** Bipol notar 25% tekjuskattshlutfall í útreikningunum. Ráðgjafinn gerir ekki athugasemd við það.

**Skuldaálag:** Bipol notaði 2,0% vaxtaálag. Samkvæmt IAS 36 skal miða við markaðskjör. Ef miðað er við kjör annarra viðskiptavina Ráðgjafans og aðstæður á fjármálamarkaði má gera ráð fyrir að skuldaálag íslenskra fyrirtækja sé á bilinu 3,0-5,0%. Ráðgjafinn notast við 4% vaxtaálag fyrir Tvíund og var sú forsenda samþykkt af stjórnendum Tvíundar.

Töflurnar hér á eftir sýna þá ávöxtunarkröfu sem notuð var í prófinu.

Forsendur og WACC	
<b>Forsendur</b>	
Vaxtaálag	4,00%
Áhættulausir vextir (Rf)	1,37%
Skattprósenta	25,00%
Markaðsálag (Rm)	5,00%
<b>Alpha stuðull</b>	<b>5%</b>
Fjármögnunaráhætta	1%
Stærð	2%
Óvissa í áætlunum	2%
Einhæft tekjusteymi	
Áhættuþ. í stjórnun	
Nýr markaður	
Beta (óvoguð)	0,9
Beta (voguð)	1,20

<b>Hlutfall D/E í geira</b>		
Eigið fé	68	68%
Skuldir	32	32%
<b>Samtals</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>
<b>WACC</b>		
Eigið fé(Ke)		12,39%
Skuldir(Kd)		4,0%
<b>WACC</b>		<b>9,73%</b>

## **Eignagrunnur**

Eignagrunnur félagsins innifelur einungis þær eignir og skuldir sem tilheyra félaginu og eru sjóðsskapandi. Bipól notaði efnahagsreikning í nóvemberlok 2012 og tók ekki almennilega tillit til þess hvað voru rekstrartengdar eignir og skuldir. Taflan hér að neðan sýnir hins vegar drög að efnahag fyrir árslok 2012 þar sem tekið hefur verið tillit til hvað eru rekstrartengdar eignir og skuldir.

<b>Eignagrunnur</b>	
<b>Fastafjármunir</b>	
Viðskiptavild í samstæðu vegna CGU	7.500
Viðskiptavild í félagi vegna annara viðskipta	
Aðrar óefnislegar eignir	
Fasteignir og land	
Vélar og tæki	2.130
Aðrir varanlegir rekstrarfjármunir	
Aðrar eignir sem tilheyra einingunni	
<b>Eignir</b>	<b>9.630</b>
<b>Rekstrart. eignir (ekki vaxtaberandi)</b>	
Birgðir	1.295
Viðskiptakröfur	7.017
Kröfur á tengd félög	927
Aðrar skammtímaskröfur (ekki skatta)	657
Rekstrartengt handbært fé	36
<b>Rekstrart. langt. skuldir og skuldbindingar (ekki v)</b>	
Rekstrartengdar skuldbindingar	
Rekstrartengdar langtímaskuldir	
<b>Skammtímaskuldir (ekki vaxtaberandi)</b>	
Skuldir við tengd félög	521
Viðskiptaskuldir	3.622
Aðrar skammtímaskuldir (ekki skattur)	5.560
Nettó veltufjármunir	229
<b>Heildar eignagrunnur</b>	<b>9.859</b>
Leiðrétting fyrir minnihlutaeign	-
<b>Eignagrunnur m. leiðréttingum</b>	<b>9.859</b>

Umframvirði prófsins er því neikvætt um 4,5 milljónir DKK og hefur viðskiptavild félagsins rýrnað sem því nemur.

Niðurstaða	
Virði sjóðstreyms	5.392
Eignagrunnur m. leiðréttingum	9.859
<b>Niðurstaða</b>	<b>(4.468)</b>
<b>Virðisrýmun</b>	<b>JÁ</b>

### Næmigreining

Næmitöflurnar sýna áhrif á umframvirði miðað við breytingar í WACC, EBITDA og framtíðarvexti.

		WACC						
		8,23%	8,73%	9,23%	9,73%	10,23%	10,73%	11,23%
Framtíðarvöxtur	0,00%	-4.255	-4.644	-4.991	-5.301	-5.581	-5.834	-6.064
	0,50%	-3.893	-4.327	-4.712	-5.054	-5.360	-5.636	-5.887
	1,00%	-3.481	-3.970	-4.399	-4.778	-5.116	-5.418	-5.691
	1,50%	-3.007	-3.562	-4.045	-4.469	-4.843	-5.177	-5.476
	2,00%	-2.458	-3.095	-3.643	-4.119	-4.538	-4.908	-5.237
	2,50%	-1.812	-2.552	-3.180	-3.722	-4.193	-4.606	-4.971
	3,00%	-1.044	-1.914	-2.644	-3.265	-3.800	-4.265	-4.673
		WACC						
		8,23%	8,73%	9,23%	9,73%	10,23%	10,73%	11,23%
EBITDA /sem hlutfall af áætlun	85%	-5.327	-5.716	-6.055	-6.352	-6.614	-6.848	-7.058
	90%	-4.554	-4.998	-5.385	-5.724	-6.024	-6.291	-6.530
	95%	-3.781	-4.280	-4.715	-5.096	-5.434	-5.734	-6.003
	100%	-3.007	-3.562	-4.045	-4.469	-4.843	-5.177	-5.476
	105%	-2.234	-2.844	-3.375	-3.841	-4.253	-4.620	-4.949
	110%	-1.461	-2.126	-2.705	-3.213	-3.663	-4.063	-4.422
	115%	-688	-1.408	-2.035	-2.586	-3.072	-3.506	-3.895