

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2015

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Ordinær eksamen

24. juni 2015

(3-timers prøve med hjælpemidler)

Dette eksamenssæt består af 6 sider inklusiv denne forside.

Opgave 1

I slutningen af 2014 var mange analytikere af den opfattelse, at A/S GoodBuy efter i mange år at have været overvurderet i markedet, nu var et 'godt køb'. A/S GoodBuy's aktier blev i slutningen af december 2014 handlet til kurs 36,45 kr. per aktie, hvilket var langt under halvdelen af, hvad aktien blev handlet til, da den toppede i maj 2008 (88,40 kr. per aktie).

Analytikernes consensus overskudsforecast (EPS) for A/S GoodBuy for regnskabsårene 2015 og 2016 (balancedag 31. dec.) er henholdsvis 3,90 og 4,16. Et udbytte per aktie på 0,60 kr. forventes for 2015.

- a. Ejernes afkastkrav er estimeret til 9 pct. Beregn A/S GoodBuy's Normal Forward P/E.
- b. Beregn den fundamentale P/E værdi, der ligger implicit i analytikernes forecast ud fra en forudsætning om, at der ikke vil være nogen overnormal overskudsvækst (AEG) efter 2016.
- c. Såfremt du budgetterer, at der vil være en betydelig overnormal overskudsvækst efter 2016, er du da af den opfattelse, at aktien er fair prisfastsat til kurs 36,45 per aktie?

Opgave 2

Du er for nylig blevet ansat som assistent i et større dansk pengeinstituts corporate finance afdeling. En af dine første opgaver består i at assistere med en analyse og værdiansættelse af microbryggeriet A/S Nordic.

De finansielle opgørelser og udvalgte noter fra årsrapporten 2014 er vist i **bilag A**.

a.

Din chef er bekendt med, at du har fulgt et fag i regnskabsanalyse og beder dig om at reformulere balancerne og resultatopgørelsen til analysebrug. Selskabsskatteprocenten er 24,5 pct. *I din besvarelse bør du se bort fra problemstillingen med at afsætte driftslikviditet.*

b.

I **bilag B** er vist en række udvalgte nøgletal for 2013. Du bedes beregne de tilsvarende nøgletal for 2014 og kort kommentere på udviklingen i RNOA.

I de nøgletal, hvor der indgår balanceværdier bedes du anvende et gennemsnit af primo- og ultimoværdier.

c.

Beregn det nuværende residualoverskud fra driften ($ReOI_{2014}$) ved brug af en WACC på 7,0 pct.

Hvad ville effekten – *alt andet lige* - på dette residualoverskud være, hvis A/S Nordic havde realiseret en omsætningshastighed (ATO) på den investerede kapital (NOA) på 2 gange?

I de nøgletal, hvor der optræder balanceværdier bedes du anvende et gennemsnit af primo- og ultimoværdier.

d.

Hvad er den krævede ændring i overskudsgraden (PM), hvis målsætningen er at opnå et identisk residualoverskud fra driften (ReOI) som under 2c ovenfor?

Opgave 3

Konkurrerende microbryggerier handles pt. til en EV/OI_{2015} (forward unlevered P/E) på 9,8.

Til at vurdere, hvorvidt du er af den opfattelse, at A/S Nordic er fair prisen fastsat, bedes du beregne multiplen for A/S Nordic ved brug af følgende information:

Salgsvækstrate	2,0 pct.
Overskudsgrad fra salg (før skat)	8,0 pct.
Effektiv skatteprocent	25,0 pct.

Pt. handles den bogførte værdi af egenkapital til en pris-over-bogført værdi (P/B) på 3,0.

Bilag A

Balancer		
<i>1.000 DKK</i>	2014	2013
AKTIVER		
Langfristede aktiver		
Immaterielle aktiver	610	570
Grunde, bygninger og produktionsudstyr	3.100	2.880
Kapitalinteresser i associerede virksomheder	130	110
Udskudt skatteaktiv	40	35
Langfristede aktiver i alt	3.880	3.595
Kortfristede aktiver		
Varebeholdninger	1.260	1.490
Tilgodehavender fra salg	860	930
Andre tilgodehavender	40	30
Værdipapirer	65	70
Likvide beholdninger	15	20
Kortfristede aktiver i alt	2.240	2.540
Aktiver i alt	6.120	6.135
EGENKAPTIAL OG FORPLIGTELSE		
Egenkapital		
Aktiekapital	1.430	1.430
Reserver	880	750
Egenkapital i alt	2.310	2.180
Langfristede forpligtelser		
Banklån	2.230	2.325
Udskudt skat	110	120
Andre hensatte forpligtelser	480	460
Langfristede forpligtelser i alt	2.820	2.905
Kortfristede forpligtelser		
Banklån	195	410
Leverandørgæld	570	440
Returemballage	110	100
Skyldig selskabsskat	60	50
Anden gæld	55	50
Kortfristede forpligtelser i alt	990	1.050
Forpligtelser i alt	3.810	3.955
Egenkapital og forpligtelser i alt	6.120	6.135

Resultatopgørelse	
<i>1.000 DKK</i>	2014
Nettoomsætning	7.885
Produktionsomkostninger	-5.860
Bruttoresultat	2.025
Salgs- og distributionsomkostninger	-980
Administrationsomkostninger	-440
Andre driftsindtægter, netto	15
Indtægter fra kapitalinteresser i associerede virksomheder, efter skat	10
Ordinært resultat	630
Finansielle poster, netto	-90
Resultat før skat	540
Skat af årests resultat	-149
Årets resultat	391

Note

Andre driftsindtægter, netto.

Denne poster dækker indtægter og omkostninger, der er sekundære i forhold til den ordinære drift. I 2014 vedrørte posten udlejning af fadølsanlæg m.m.

Bilag B

	2014	2013
Bruttoavance		23,0%
Salgs- og distributionsomkostninger i pct. af salg		-12,4%
Administrationsomkostninger i pct. af salg		-5,6%
PM salg, før skat		5,0%
Skat på IO i pct. af salg		-2,1%
PM salg, efter skat		2,9%
Andet driftsoverskud i pct. af salg		0,3%
Samlet driftsoverskud i pct. af salg (PM)		3,2%
Omsætningshastighed (ATO)		1,66
RNOA		5,3%