

Skriftlig eksamen ved Økonomisk Institut, sommer 2011

**Regnskabsanalyse og aktievurdering**

**Ordinær eksamen**

Kandidatfag

29. juni 2011

(3-timer med hjælpemidler, dog ikke lommeregner)

Du er netop blevet ansat som virksomhedsanalytiker i en mindre skandinavisk investeringsbank. En af dine første opgaver består i at assistere din chef med en analyse af entreprenørvirksomheden A/S Construction, der har specialiseret sig i opførelse af hængebroer. Virksomheden har netop offentliggjort sin årsrapport for 2010, og din chef beder dig bestå med en række konkrete opgaver. Til brug herfor får du udleveret (**bilag 1**):

- Balancer for 2009 og 2010
- Resultat- og totalindkomstopgørelse for 2010
- Egenkapitalopgørelse for 2010, samt
- Udvalgte noter.

### **Opgave 1**

Som optakt til beregning af en række nøgletal (se opgave 2) bedes du reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug. Selskabsskatteprocenten er 25 pct.

### **Opgave 2**

På baggrund af de reformulerede finansielle opgørelser bedes du beregne følgende nøgletal:

- a) ROCE
- b) RNOA
- c) FLEV
- d) NBC
- e) SPREAD
- f) PM
- g) ATO

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

### Opgave 3

Egenkapitalen i A/S Construction blev ultimo 2010 handlet til en pris-over-bogført værdi (P/B) på 1,8. \* Din chef beder dig beregne Core RNOA for 2010 og antage, at dette niveau for afkastet også vil være gældende for 2011 og i al evighed samt at væksten i netto driftsaktiver (NOA) forventes at ligge på niveau med den historiske vækst i økonomien på 3,0 pct. (SF3 forecast). På baggrund heraf bedes du beregne værdien per aktie. Til brug for beregning af driftens kapitalomkostninger (wacc) har din chef indsamlet følgende informationer:

Risikofri rente	3,9 procent
Beta	1,36
Markedsrisikopræmie	5,5 procent
Før-skat gældsomkostninger	5,4 procent

Hvad er værdiestimatet per aktie ud fra dette simple forecast? Sammenlignet med prisen per aktie den 31.12 2010, hvad er da din anbefaling?

\* Markedsværdi af egenkapital/bogført værdi af egenkapital ekskl. minoriteter.

## Bilag 1

		<b>Balance</b>	
Note	DKK mio.	2010	2009
	Goodwill	75	60
	Erhvervede patenter og rettigheder	32	20
	Grunde og bygninger	1.350	1.250
	Produktionsanlæg og maskiner	1.450	1.390
	Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	538	425
	Kapitalinteresser i associerede virksomheder	113	100
3	Værdipapirer disponible for salg	42	20
	<b>Langfristede aktiver i alt</b>	<b>3.600</b>	<b>3.265</b>
	Varebeholdninger	445	395
	Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	370	411
4	Igangværende arbejder for fremmed regning	270	410
	Periodeafgrænsningsposter	20	25
	Likvide beholdninger	10	8
	<b>Kortfristede aktiver i alt</b>	<b>1.115</b>	<b>1.249</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.715</b>	<b>4.514</b>
	Aktionærer i A/S Construction andel af egenkapitalen	2.530	2.450
	Minoritetsaktionærernes andel af egenkapital	30	20
	<b>Egenkapital i alt</b>	<b>2.560</b>	<b>2.470</b>
	Langfristet gæld	1.125	835
	Finansielle leasingforpligtelser	12	8
	Udskudt skat	52	38
	Hensatte forpligtelser	153	118
	<b>Langfristede forpligtelser i alt</b>	<b>1.342</b>	<b>999</b>
	Kortfristet gæld	115	85
	Forudbetalinger fra kunder	170	410
4	Igangværende arbejder for fremmed regning	220	240
	Leverandører af varer og tjenesteydelser	225	245
	Skyldige selskabsskatter	45	35
5	Anden gæld	38	30
	<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>	<b>813</b>	<b>1.045</b>
	<b>Forpligtelser i alt</b>	<b>2.155</b>	<b>2.044</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>4.715</b>	<b>4.514</b>

<b>Resultatopgørelse</b>		
Note	<b>DKK mio.</b>	<b>2010</b>
	Nettoomsætning	11.750
	Produktionsomkostninger	-8.250
	<b>Bruttoresultat</b>	<b>3.500</b>
	Salgs- og distributionsomkostninger	-2.375
	Administrationsomkostninger	-488
1	Andre driftsindtægter/omkostninger	12
	<b>Resultat før særlige engangsposter</b>	<b>649</b>
2	Særlige engangsposter	-6
	<b>Driftsresultat</b>	<b>643</b>
	Resultatandele efter skat i associerede virksomheder	14
	Finansielle indtægter	5
	Finansielle omkostninger	-73
	<b>Resultat før skat</b>	<b>589</b>
	Skat af årets resultat	-133
	<b>Årets resultat</b>	<b>456</b>
	<i>Fordeles således:</i>	
	Aktionærer i A/S Construction	443
	Minoritetsinteresser	13
		<b>456</b>
	<b>Totalindkomstopgørelse</b>	
	Årets resultat	456
	Valutakursregulering af tilknyttede virksomheder	-18
	Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg	22
	<b>Totalindkomst i alt</b>	<b>460</b>
	<i>Fordeles således:</i>	
	Aktionærer i A/S Construction	447
	Minoritetsinteresser	13
		<b>460</b>

<b>Egenkapitalopgørelse</b>									
	Aktionærer i A/S Construction								
DKK mio.	Aktie-	Over-	Overført	Reserve for	Reserve for		Minoritets-	Egen-	
	kapital	kurs	resultat	valutakurs-	værdipapirer	I alt	interesser	kapital	
<b>2010</b>				regulering	disponible for salg			i alt	
<b>Egenkapital pr. 1 . Januar</b>	<b>300</b>	<b>600</b>	<b>1.510</b>	<b>35</b>	<b>5</b>	<b>2.450</b>	<b>20</b>	<b>2.470</b>	
<b>Årets totalindkomst</b>			443	-18	22	447	13	<b>460</b>	
<b>Transaktioner med ejere</b>									
Udloddet udbytte			-367			-367	-3	-370	
<b>Egenkapital pr. 31. december</b>	<b>300</b>	<b>600</b>	<b>1.586</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>2.530</b>	<b>30</b>	<b>2.560</b>	
Aktiekapitalen består af 30.000.000 stk. á 10 kr.									

<b>Bilag 1: Udvalgte noter</b>		
	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>Note 1. Andre driftsindtægter/omkostninger</b>		
Lejeindtægter	18	16
Tab ved salg af materielle aktiver	-6	-
	<b>12</b>	<b>16</b>
<b>Note 2. Særlige engangsposter</b>		
Omkostninger i forbindelse med virksomhedsovertagelser	<b>-6</b>	<b>-</b>
<b>Note 3. Værdipapirer disponible for salg</b>		
Dagsværdi pr. 1. jan.	20	18
Årets tilgang		8
Årets dagsværdiregulering	22	-6
Årets afgang		
Dagsværdi pr. 31. dec.	<b>42</b>	<b>20</b>
<i>Beholdningen består primært af danske statsobligationer</i>		
<b>Note 4. Igangværende arbejder for fremmed regning</b>		
Samlede afholdte omkostninger	50	130
Indtægtsført avance, netto	20	50
Igangværende arbejder for fremmed regning	70	180
Del- og a'contofaktureringer til kunder	20	10
	<b>50</b>	<b>170</b>
Hvoraf igangværende arbejder for fremmed regning er opført under aktiver og under forpligtelser	270	410
	-220	-240
	<b>50</b>	<b>170</b>
<b>Note 5. Anden gæld</b>		
Skyldig løn og feriepenge	30	24
Moms m.v.	8	6
	<b>38</b>	<b>30</b>