

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2012

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Ordinær eksamen

26. juni 2012

(3-timers prøve med hjælpemidler, undtagen lommeregner)

Du er netop blevet ansat i en større Skandinavisk investeringsbank og en af dine første opgaver består i at assistere med en analyse af den danske højttalerproducent A/S Noise. Virksomheden, der har hovedsæde i Nærum, producerer og sælger High End højttalere til et købestærkt kundesegment. Virksomheden har i forbindelse med den økonomiske krise siden 2008 oplevet et faldende salg og i 2010 måtte virksomheden have tilført kapital i form af en aktieemission. Provenuet fra emissionen blev dels brugt til at nedbringe gælden dels til at købe en strategisk ejerandel (12 pct.) i den Svenske udviklingsvirksomhed AB Transitor, der er førende på markedet med en revolutionerede teknologi til nedkøling af transistorer. I koncernselskabsstrukturen indgår tillige et associeret selskab, der er beliggende i Letland, og som producerer højttalerkabinetter.

Din chef har bedt dig om at bistå med en række opgaver og til brug herfor har du fået udleveret årsregnskaberne for 2009 – 2011 med udvalgte noter (**bilag A**). Selskabsskatteprocenten er i alle årene 25 pct.

Opgave 1

Som optakt til beregning af nedenstående finansielle nøgletal (opgave 2) bedes du reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug. I reformuleringen af balancen skal du se bort fra problemstillingen med at afsætte driftslikviditet, idet de 'likvide beholdninger' dækker over penge, der bl.a. er placeret på rentebærende anfordringskonti.

Opgave 2

Med udgangspunkt i de reformulerede opgørelser bedes du beregne følgende finansielle nøgletal for 2010 og 2011 og kort kommentere på udviklingen.

- a. RNOA (afkastningsgraden)
- b. PM (overskudsgraden)
- c. ATO (netto driftsaktivernes omsætningshastighed)
- d. PM_{sales} (overskudsgraden fra salg)

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

Opgave 3

Egenkapitalen i A/S Noise blev den 31. december 2011 handlet til en pris-over-bogført værdi (P/B) på 1,4. Din chef beder dig identificere core driftsoverskud for 2011 og beregne residualindkomsten fra driften (ReOI) for 2011 og antage, at denne også vil være gældende for 2012 og i al fremtid (SF2 forecast). Til brug for estimering af driftens kapitalomkostninger (wacc) har din chef indsamlet følgende data:

Risikofri rente	3,5 procent
Beta	1,5
Markedsrisikopræmie	6,0 procent
Før-skat gældsomkostninger	8,0 procent

Hvad er værdiestimatet per aktie ud fra dette simple forecast? Sammenlignet med prisen per aktie den 31.12 2011, hvad er da din anbefaling?

Bilag A

Balance

<i>Mio. kr.</i>	2011	2010	2009	Note
Goodwill	100	100	100	
Varemærker	40	45	50	
Færdiggjorte udviklingsprojekter	30	15	0	
Immaterielle langfristede aktiver i alt	170	160	150	
Grunde og bygninger	2.560	2.350	2.280	
Driftsmateriel og inventar	830	810	800	
Materielle anlægsaktiver under udførelse	140	124	96	
Materielle langfristede aktiver i alt	3.530	3.284	3.176	
Kapitalandele i associerede virksomheder	40	30	20	
Andre kapitalandele	200	180		3
Finansielle langfristede aktiver i alt	240	210	20	
Langfristede aktiver i alt	3.940	3.654	3.346	
Varebeholdninger	600	780	650	
Tilgodehavender fra salg	810	950	800	
Andre tilgodehavender	80	65	25	
Tilgodehavender i alt	890	1.015	825	
Likvider	10	30	15	
Kortfristede aktiver i alt	1.500	1.825	1.490	
Aktiver i alt	5.440	5.479	4.836	
<i>Mio. kr.</i>	2011	2010	2009	
Aktiekapital	800	800	400	
Overkurs ved emission	900	900	500	
Reserve for valutakursreguleringer	10	8		
Reserve for dagsværdireguleringer	5	10		
Overført overskud	1.780	1.676	1.000	
Egenkapital i alt	3.495	3.394	1.900	
Hensættelse til udskudt skat	69	34	36	
Pensionsforpligtelser	38	34	28	
Prioritetsgæld	920	1.066	900	
Bankgæld	288	325	1.407	
Langfristet forpligtelser i alt	1.315	1.459	2.371	
Kortfristet del af prioritetsgæld	55	210	40	
Kortfristet del af bankgæld	37	20		
Leverandør af varer og tjenesteydelser	290	220	350	
Skyldig selskabsskat	200	140	150	
Anden gæld	48	36	25	
Kortfristet forpligtelser i alt	630	626	565	
Forpligtelser i alt	1.945	2.085	2.936	
Passiver i alt	5.440	5.479	4.836	

Resultatopgørelse

<i>Mio. kr.</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Nettoomsætning	10.000	11.500
Produktionsomkostninger	6.200	7.700
Bruttoresultat	3.800	3.800
Forsknings- og udviklingsomkostninger	580	520
Salgs- og distributionsomkostninger	1.766	1.780
Administrationsomkostninger	480	520
Andre driftsindtægter	20	16
Primært resultat før særlige poster	994	996
Særlige poster	-250	
Resultat før finansielle poster	744	996
Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat	4	-10
Finansielle indtægter	1	3
Finansielle omkostninger	77	99
Resultat før skat	672	890
Skat vedr resultat ekskl. Særlige poster	253	
Skat vedr. særlige poster	-65	
Skat af årets resultat	188	214
Årets resultat	484	676

Anden totalindkomst

Årets resultat	484	676
Valutakursregulering af tilknyttede udenlandske virksomheder	2	8
Urealiseret gevinst på kapitalandele disponible for salg	-5	10
Anden totalindkomst efter skat	-3	18
Totalindkomst i alt	481	694

Egenkapitalopgørelse

<i>Mio. kr.</i>	Aktie- kapital	Overkurs- fond ved emission	Reserve for valutakurs- reguleringer	Reserve for dagsværdi- reguleringer	Overført- overskud
Saldo 31. dec. 2009	400	500	0	0	1.000
Årets resultat					676
Anden totalindkomst			8	10	
Totalindkomst i alt			8	10	676
Kapitalindskud	400	400			
Saldo 31. dec. 2010	800	900	8	10	1.676
Årets resultat					484
Anden totalindkomst			2	-5	
Totalindkomst i alt			2	-5	484
Køb af egne aktier					-380
Saldo 31. dec. 2011	800	900	10	5	1.780

Aktiekapitalen består af 80 mio. aktier af nom. 10 per aktie

Egne aktier	2011	2010	2009
Antal egne aktier (mio. stk.)	7,0		

Noter

Note 1 Andre driftsindtægter	2011	2010
	20	16

Disse er sekundære i forhold til virksomhedens primære aktiviteter og består primært af udlejning af driftsmateriel.

Note 2 Særlige poster	2011	2010
Nedskrivning af fabriksanlæg	-250	

Note 3 Andre kapitalandele	2011	2010
Dagsværdi per 1. jan.	180	0
Årets tilgang	25	170
Årets dagsværdiregulering	-5	10