

Eksamen på Økonomistudiet Sommer 2010

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Ordinær eksamen

9. juni 2010

(3-timers prøve med hjælpemidler, dog ikke lommeregner)

Du er netop blevet ansat som aktieanalytiker i en større dansk børsmæglervirksomhed, der har specialiseret sig i analyse og rådgivning omkring investering i energiselskaber. En af dine første opgaver består i at assistere med en analyse og værdiansættelse af virksomheden A/S Wind Solution, der netop har offentliggjort deres årsrapport for 2009.

A/S Wind Solution, der har hovedsæde i Ringkøbing, har specialiseret sig i fremstilling og opførelse af mellemstore vindmøller (1,5-2,0 MW). Virksomheden blev børsnoteret i 2006, og oplevede herefter en kraftig vækst i salget. Denne vækst er imidlertid aftaget de senere år grundet en øget konkurrence fra specielt producenter i Indien og Kina. I tillæg hertil har finanskrisen gjort det vanskeligt for aftagere af vindmøller at rejse den nødvendige kapital til opførelse af vindmølleparker.

A/S Wind Solution købte i starten af 2009 en 18 procent ejerandel i den børsnoterede virksomhed A/S Wing, der fremstiller møllevinger på basis af en nypatenteret sprøjteteknik. I en fondsbørsmeddelelse umiddelbart efter købet nævner den administrerende direktør i A/S Wind Solution, at købet af kapitalandelen i A/S Wing skal ses som en strategisk investering, idet man på sigt ønsker at få del i den værdistigning, der skønnes at komme fra overgangen til salget af de nye vingetyper, der spås et stort marked. Det fremgår endvidere af fondsbørsmeddelelsen, at købet ikke har resulteret i, at Wind Solution har opnået bestemmende indflydelse over A/S Wing.

I ledelsesberetningen fremgår det, at A/S Wind Solution grundet en for sen levering af vindmøller til en stor vindmøllepark i Tyskland har måttet betale dagbøder. Beløbet, der udgør 2.350 t.DKK er indregnet under produktionsomkostninger. I 2006 lancerede virksomheden en ny type vindmølle, 'Turbo'. Salget af denne vindmølle går imidlertid ikke som forventet, idet den indiske konkurrent Suzlon året efter lancerede en tilsvarende mølle til en langt lavere pris. Som en konsekvens har ledelsen i A/S Wind Solution valgt at nedskrive varelageret i 2009 med 6.650 t.DKK. Beløbet er indregnet under produktionsomkostninger.

De finansielle opgørelser fra årsrapporten for 2009 fremgår af **bilag 1** tillige med udvalgte noter (beløb i 1.000 DKK).

Opgave 1

Din chef, der er bekendt med, at du har fulgt et fag i regnskabsanalyse og værdiansættelse har bedt dig om at reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug som optakt til en række efterfølgende analyser.

Opgave 2

I **bilag 2** er gengivet en række udvalgte nøgletal for 2008. Din chef har bedt dig om at beregne de tilsvarende nøgletal for 2009 og kort kommentere på udviklingen fra 2008 til 2009. *(I de nøgletal, hvor der indgår balanceværdier bedes du anvende et gennemsnit af primo- og ultimoværdier).*

Opgave 3

Egenkapitalen i A/S Wind Solution blev den 31. december 2009 handlet til en pris-over-bogført værdi (P/B) på 2,5. Din chef beder dig beregne residualoverskuddet fra driften (ReOI) for 2009 og antage, at dette også vil være gældende for 2010. På baggrund heraf bedes du beregne værdien per aktie under forudsætning af, at residualoverskuddet for 2010 kan opretholdes i al evighed (SF2 forecast). Til brug for beregning af driftens kapitalomkostninger (wacc) har din chef indsamlet følgende information:

Risikofri rente	4,0 procent
Beta	1,2
Markedsrisikopræmie	6,0 procent
Før-skat gældsomkostninger	7,0 procent

Hvad er værdiestimatet per aktie ud fra dette simple forecast? Sammenlignet med prisen per aktie den 31.12 2009, hvad er da din anbefaling?

Bilag 1

Egenkapitalopgørelse

<i>1.000 DKK</i>	Aktie- kapital	Reserve for dagsværdi- regulering af kapitalandele disponible for salg	Over- ført resultat	Foreslået udbytte	Egen- kapital i alt
Saldo 31.12.2008	25.000	-	61.700	3.000	89.700
Urealiserede gevinster/tab på kapitalandele disponible for salg		-115			-115
Årets resultat			13.590	6.000	19.590
					-
Kapitalindskud	5.000				5.000
Salg af egne aktier			60		60
Køb af egne aktier			-40		-40
Betalt udbytte				-3.000	-3.000
					-
Saldo 31.12.2009	30.000	-115	75.310	6.000	111.195

Aktiekapitalen består af 300.000 aktier á nominelt 100 per aktie.

Resultatopgørelse

<i>1.000 DKK</i>	2009
Nettoomsætning	391.250
Produktionsomkostninger	-311.200
Bruttoresultat	80.050
Salgs- og distributionsomkostninger	-23.380
Administrationsomkostninger	-30.800
Andre driftsindtægter	2.800
Ordinært resultat	28.670
Finansielle indtægter	125
Finansielle omkostninger	-1.925
Resultat før skat	26.870
Skat af årets resultat	-7.280
Årets resultat	19.590

Balancer

<i>1.000 DKK</i>	2009	2008
Software	850	700
Patenter	2.600	2.800
Immaterielle anlægsaktiver	3.450	3.500
Grunde og bygninger	48.350	51.200
Produktionsanlæg og maskiner	62.850	56.500
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	32.450	24.115
Materielle anlægsaktiver	143.650	131.815
Kapitalandele disponible for salg	8.400	-
Værdipapirer	425	490
Finansielle anlægsaktiver	8.825	490
Langfristede aktiver i alt	155.925	135.805
Varebeholdninger	23.350	16.750
Tilgodehavender fra salg	11.750	9.350
Periodeafgrænsningsposter	800	400
Likvide beholdninger	600	425
Kortfristede aktiver i alt	36.500	26.925
Aktiver i alt	192.425	162.730
Aktiekapital	30.000	25.000
Reserve for dagsværdiregulering af kapitalandele disponible for salg	-115	-
Overført resultat	75.310	61.700
Foreslået udbytte	6.000	3.000
Egenkapital	111.195	89.700
Udskudt skat	5.000	4.950
Andre hensatte forpligtelser	3.360	3.450
Kreditinstitutter	27.500	27.900
Bankgæld	17.500	8.400
Langfristede forpligtelser	53.360	44.700
Kreditinstitutter	3.900	3.400
Bankgæld	2.800	6.500
Leverandører af varer og tjenesteydelser	7.240	7.070
Forudbetaling fra kunder	12.000	8.700
Skyldig selskabsskat	1.780	2.100
Anden gæld	150	560
Kortfristede forpligtelser	27.870	28.330
Forpligtelser i alt	81.230	73.030
Passiver	192.425	162.730

Udvalgte noter

Andre driftsindtægter	2009	
Udlejning af driftsmateriel	2.800	

Afstemning af skatteprocent	2009	
Selskabsskatteprocent	25,0%	
Ikke-skattemæssigt fradragsberettigede omkostninger	2,1%	
Effektiv skatteprocent	27,1%	

Kapitalandele disponible for salg	2009	2008
Dagsværdi pr. 1 januar	0	0
Årets tilgang	8.515	0
Årets dagsværdiregulering	-115	0
Dagsværdi pr. 31. december	8.400	0

Primo år 2009 købte virksomheden en 18 procent ejerandel i A/S Wing

Værdipapirer	2009	2008
Posten dækker over investering i danske stats- og realkreditobligationer, der holdes til udløb	425	490

Varebeholdninger	2009	2008
Varebeholdninger før nedskrivninger	30.000	16.750
Nedskrivninger pr. 1 jan	-	-
Ændring i året	-6.650	-
Nedskrivninger 31. dec.	-6.650	-
Varebeholdninger 31.dec.	23.350	16.750

Anden gæld	2009	2008
Dækker over omkostninger til det offentlige i form af skyldig moms, afgifter m.m.	150	560

Egne aktier (antal styk á nom. 100)	2009	2008
Beholdning 1. jan.	2.150	2.450
Køb	100	0
Salg	-50	-300
Beholdning 31. dec.	2.200	2.150

Bilag 2

2008

Niveau 1

ROCE	12,5%
RNOA	10,1%
FLEV	0,324
NBC	2,8%
SPREAD	7,3%

Niveau 2

RNOA	10,1%
PM	3,8%
ATO	2,636

Niveau 3

Bruttoavanceprocent	18,5%
Salgs- og distributionsomkostninger	-6,0%
Administrationsomkostninger	-7,9%
PMsalg før skat	4,6%
Skat	-1,3%
PMsalg	3,3%
Andet OI (efter skat)	0,5%
PM	3,8%
