

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2017

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Reeksamen

23. august 2017

(3-timers prøve med hjælpemidler)

Dette eksamenssæt består af x sider inklusiv denne forside.

OBS: Bliver du syg under selve eksamen på Peter Bangsvej, skal du kontakte et tilsyn, blive registreret som syg hos denne. Derefter afleverer du en blank besvarelse i systemet og forlader eksamen. Når du kommer hjem, skal du kontakte din læge og indsende lægeerklæring til Det Samfundsvidenskabelige Fakultet senest en uge efter eksamensdagen.

Opgave 1

Nedenfor er listet 5 udsagn. For hvert udsagn bedes du angive, hvorvidt du er ENIG eller UENIG i udsagnet, og understøtte det med en kort kommentar.

1. Virksomheder med en lav omsætningshastighed (ATO) vil altid have en lav RNOA.

Uenig. En lav ATO kan kompenseres med en høj overskudsgrad, idet $RNOA = PM \times ATO$

2. Ejernes afkastkrav i en virksomhed er estimeret til 10,0 pct. Virksomhedens Normal Trailing P/E er 10.

Uenig. $1 + \text{afkastkrav} / \text{afkastkrav} = 1,10 / 0,10 = 11$

3. En forudsætning for, at virksomhedsværdien (Enterprise Value) ligger over den bogførte værdi af netto driftsaktiver (NOA) er, at RNOA er større end netto finansielle omkostninger i procent (NBC).

Uenig. Det er en forudsætning, at RNOA er større en wacc.

4. For to virksomheder med de samme netto driftsaktiver (NOA) vil virksomheden med den højeste RNOA altid have den højeste værdi.

Uenig. Ikke nødvendigvis såfremt virksomheden med den højeste RNOA har en højere risiko da vil værdien være lavere.

5. En virksomhed med en RNOA på 10%, NBC på 6,0% og en finansiell gearing (FLEV) på 2, har en egenkapitalforrentning (ROCE) på 18%

Enig. $10 + [2 \times (10 - 6)] = 18\%$

Opgave 2

I mange år skabte A/S FeelGood, der er en højteknologisk virksomhed inden for it, betydelige frie cash flow (FCF). Frem til 2014 udbetalte virksomheden intet udbytte og havde ingen gæld at afdrage på, hvorfor pengene blev investeret i rentebærende værdipapirer. I balancen for første halvår (30. juni) 2014 rapporteres følgende under kortfristede aktiver (i mio. kr.):

	30. juni 2013	30. juni 2014
Værdipapirer	15.982	4.556
Likvider og lignende	44.610	29.948

Som det fremgår, er der en betydelig reduktion i både likvider og værdipapirer. I løbet af 1. halvår 2014 valgte A/S FeelGood for første gang at udbetale udbytte. **Bilag A** er vist den rapporterede pengestrømsopgørelse for 1. halvår 2014 (tillige med sammenligningstal) samt en note omkring modtagne renteindbetalinger på ovenstående investeringer. Selskabsskatteprocenten er 25,0 pct. Besvar nedenstående spørgsmål vedrørende 1. halvår 2014.

- a. Hvor stort var det beløb, der blev udbetalt til ejerne i form af udbytte?

Beløbet kan aflæses i finansieringsafsnittet i den rapporterede pengestrømsopgørelse: **33.498**. [Beløbet vil også fremgå af egenkapitalopgørelsen (ikke vist)].

- b. Hvad var beløbet for netto dividende (d)?

$$\begin{aligned}\text{Netto dividende} &= \text{Udbytte} + \text{aktietilbagekøb} - \text{kapitalindsud} \\ &= 33.498 + 969 - 795 \\ &= \mathbf{33.672}\end{aligned}$$

Da FeelGood ikke har nogen gæld, er netto dividenden lig den samlede netto finansieringsstrøm.

- c. Beregn den ugearede (unlevered) pengestrøm fra driften.

Rapporteret netto pengestrøm fra driften		3.619
Renteindbetalinger	378	
Skat herpå (25 pct.)	<u>94,5</u>	<u>283,5</u>
Ugearet C		<u>3.335,5</u>

d. Beregn det beløb der blev investeret i driften.

Rapporteret netto pengestrøm fra investeringer 23.414

(et positivt tal betyder desinvesteringer)

Netto salg af værdipapirer 23.591

Investeringer i driften - 177

(for en ikke-finansiell virksomhed er køb og salg af værdipapirer en finansieringstransaktion)

e. Beregn det frie cash flow (FCF).

3.335,5 - 177 = 3.158,5

f. Hvorfor var det rapporterede beløb fra 'Netto pengestrøm fra investeringsaktivitet' i 2014 så forskellig fra beløbet i 2013? Skyldes den store forskel en ændring i FeelGood's investeringer i driften?

Det aktuelle beløb investeret i driften (efter korrektion for investeringer i værdipapirer) var 172, hvilket stort set er identisk med de 177 for 2014.

g. A/S FeelGood holder løbende ca. 60 mio.kr. i driftslikviditet (operating cash). Hvad var beløbet for netto investering i finansielle aktiver i 1. halvår 2014? (før effekter af valutakursreguleringer)?

Netto investeringen i finansielle aktiver er netto investeringen i værdipapirer (under d ovenfor) plus ændringen i likvider (eftersom 60 mio. i driftslikviditet er uforandret, er ændringen i likvider (minus 6.639) i sin helhed investering i finansielle aktiver.

Investering i finansielle aktiver = - 23.591 - 6.639 = -30.230

Det vil sige, FeelGood solgte finansielle aktiver for samlet 30.320 for at kunne udbetale udbytte.

På baggrund af ovenstående (a. – g.) bedes du opstille en reformuleret pengestrømsopgørelse ud fra relationen $C - I = FCF = d + F$.

Bilag A

	1. halvår 30. juni	
	2013	2014
Netto pengestrøm fra driftsaktivitet	4.574	3.619
Køb af materielle anlægsaktiver	-172	-177
Køb af værdipapirer	-22.377	-16.013
Salg af værdipapirer	20.600	39.604
Netto pengestrøm fra investeringsaktivitet	-1.949	23.414
Kapitalforhøjelse	189	795
Køb af egne aktier	-2.459	-969
Udbetalt udbytte		-33.498
Netto pengestrøm fra finansieringsaktivitet	-2.270	-33.672
Årets likviditetsændring	355	-6.639
Valutakursregulering af likviditetspostion	26	54
Likvider primo	5.768	11.141
Likvider ultimo	6.149	4.556
Note: Renter		
A/S FeelGood har ingen gæld, hvorfor den ikke har betalt nogen renter.		
Modtagne renter fra investeringer udgør 378, og er inkluderet i		
Netto pengestrøm fra driftsaktivitet		

Reformuleret pengestrømsopgørelse			
Rapporteret pengestrøm fra driften			3.619,0
Renteindbetalinger		378	
Skat herpå (25%)		<u>94,5</u>	<u>283,5</u>
Korrigeret C			3.335,5
Rapporteret pengestrøm fra investeringer		23.414	
Netto salg af værdipapirer		23.591	
Korrigeret I			-177
C - I = FCF			3.158,5
<i>d</i>			
Netto dividende			33.672
<i>F</i>			
Salg af finansielle aktiver		-30.230	
Renteindbetalinger, efter skat		<u>-283,5</u>	-30.513,5
<i>d + F</i>			3.158,5

Opgave 3

I slutningen af regnskabsåret 2016 rapporterede A/S Sun 2.900 mio. i netto driftsaktiver (NOA) samt en ordinær egenkapital på 3.900 mio. (CSE). Du bedes udarbejde budgetterede finansielle opgørelser samt en værdiansættelse i slutningen af 2016 ud fra nedenstående budgetforudsætninger. Antag, at residualoverskud fra driften (ReOI) vil vokse med en konstant vækstrate på 3,0 pct. efter 2020. Salget i 2016 var 9.300 mio. Anvend 7,0 pct. som driftens kapitalomkostninger (wacc).

	2016 A	2017E	2018E	2019E	2020E
Salgsvækstrate		6,0%	5,0%	4,0%	3,0%
PM (før skat)		10%	9%	9%	8%
Effektiv skatteprocent		22%	22%	22%	22%
ATO		i.r.	2,8	3,0	3,0

Beregn værdien per aktie på de 450 mio. udstående aktier i slutningen af 2016.

