

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2014

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Reeksamen

12. august 2014

(3-timers prøve med hjælpemidler, dog ikke lommeregner og andet elektronisk udstyr))

Dette eksamenssæt består af 3 sider inkl. denne forside.

Opgave 1

I slutningen af 2013 var mange analytikere af den opfattelse, at A/S Windfarm efter i mange år at have været overvurderet i markedet, nu var et 'godt køb'. A/S Windfarms aktier blev i december 2013 handlet til kurs 24,30 kr. per aktie, hvilket var langt under halvdelen af, hvad aktien blev handlet til, da den toppede i maj 2005 (58,90 kr. per aktie).

Analytikeres consensus overskudsforecast (EPS) for A/S Windfarm for regnskabsårene 2014 og 2015 (balancedag 31. dec.) er henholdsvis 2,60 og 2,77. Et udbytte per aktie på 0,40 kr. forventes for 2014.

- a. Ejernes afkastkrav er estimeret til 9 pct. Beregn A/S Windfarms 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 efter 2015.
- c. Såfremt du budgetterer, at der vil være en betydelig overnormal overskudsvækst efter 2015, er du da af den opfattelse, at aktien er fair prisfastsat til kurs 24,30 per aktie?

Opgave 2

En ny farmaceutisk virksomhed har taget patent på en ny teknologi, og har forpligtet sig til at afholde 350 mio. kr. årligt over de næste fem år til udvikling af nye produkter. I det indeværende regnskabsår (år 0) er der afholdt 350 mio. kr. til forskning og udvikling (F&U), der har genereret et salg på 1.000 mio. kr. Dette har resulteret i et samlet underskud på 150 mio. kr. efter fradrag af alle omkostninger (omkostninger til F&U samt 'andre omkostninger inkl. skat'). Det er virksomhedens regnskabspraksis, at omkostningsføre udgifter til F&U, når de afholdes.

Det gælder, at indtægter fra F&U-aktiviteterne forventes at vokse med 500 mio. kr. per år over de næste fem år indtil de når 3.500 mio. kr. Herefter forventes indtægterne at vokse med 5 pct. om året; sideløbende med forventes udgifter til F&U - til at understøtte salget - ligeledes at vokse med 5 pct. om året. 'Andre omkostninger' (inkl. skat) forventes at udgøre samme andel af salget som pt.(år 0) er gældende. Virksomheden kræver en investering i netto driftsaktiver for at opretholde en omsætningshastighed (ATO) på 1,4. Pt. (år 0) udgør netto driftsaktiver 714 mio. [Vink! De nødvendige netto driftsaktiver beregnes som $NOA_t = \text{Salg}_{t+1} / ATO_t$]

- a. Værdiansæt virksomheden, idet driftens kapitalomkostninger er estimeret til 10 pct.
- b. Kommentér kort på kvaliteten af de budgetterede overskud for de næste tre år som grundlag for værdiansættelse.
- c. Beregn det budgetterede 'F&U-over-salg nøgletal' for hvert af de næste fem år. Hvorfor er dette nøgletal en indikator for kvaliteten af de budgetterede overskud?

Opgave 3

En virksomheds frie cash flow (FCF) estimeres til at være konstant på 100 i budgetårene 1-5. Fra budgetår 6 og fremover forventes det frie cash flow at vokse med 2 pct. per år. Driftens kapitalomkostninger er estimeret til 10 pct. Virksomheden holder pt. finansielle aktiver på 400 og har rentebærende gæld på 200.

- a) Beregn virksomhedsværdien (Enterprise Value)
- b) Beregn egenkapitalværdien.