

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2014

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Ordinær eksamen

Dato 26. juni 2014

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

Dette eksamenssæt består af 4 sider inkl. denne forside.

Opgave 1

En nyopstartet virksomhed igangsætter i 2014 et investeringsprogram med henblik på at producere og sælge en ny omskifteranordning til brug inden for telesektoren. Investeringsprogrammet kræver en initialinvestering på 600 mio. kr. i det nødvendige produktionsudstyr. Investeringer i produktionsudstyr skønnes at stige med 100 mio. kr. i hvert af de fire år frem til 2018 for herefter at fortsætte med 1.000 mio. per år.

Virksomhedens grundlæggere er meget opsatte på, at virksomheden fremstår som rentabel når de forventer at lade virksomheden børsnotere i starten af 2019. Efter at have tildelt den nyansatte finansdirektør aktieoptioner beder de ham om at udarbejde budgetterede finansielle opgørelser over driftsoverskud og afkast på netto driftsaktiver (RNOA). Salgsdirektøren har udarbejdet nedenstående salgsbudget (i mio. kr.) og sammen med produktionschefen skønner hun, at de samlede driftsomkostninger (eksklusiv afskrivninger på produktionsudstyr) vil andrage 70 procent af salget.

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Salg	250	1.530	3.540	4.295	4.305	4.410	4.500

Salget efter 2021 forventes at ligge på niveau med salget i 2021.

Finansdirektøren er klar over, at teknologien inden for området hurtigt kan ændre sig, hvorfor den forventede levetid over produktionsudstyret bør være relativ kort. Han vurderer, at forventede levetider på 3 eller 5 år er berettigede, hvorfor han udarbejder to sæt budgetterede finansielle opgørelser: ét hvor produktionsudstyret afskrives lineært over **3** år; og ét hvor produktionsudstyret afskrives lineært over **5** år.

- a. Du bedes udarbejde budgetterede finansielle opgørelser og beregne netto driftsaktiver for 2014 til 2023. Du bedes se bort fra skat og investering i arbejdskapital forudsættes at være nul. En investering foretaget i år t (f.eks. 2014) afskrives der først på i år $t+1$ (f.eks. en investering foretaget i år 2014 vil første gang blive afskrevet på i 2015).

- b. Hvilket sæt af budgetterede finansielle opgørelser (under a.) viser, at virksomheden er mest rentabel (baseret på $RNOA: OI_t/NOA_{t-1}$) i 2018, det vil sige i året lige før den planlagte børsnotering? Hvorfor?
- c. Finansdirektøren ønsker at vise ledelsen, at valg af afskrivningsmetode ikke berører den fundamentale værdi af egenkapitalen på tidspunktet umiddelbart før børsnoteringen (år 2018). Anvend ReOI-modellen til at vise dette. Driftens kapitalomkostninger (wacc) er estimeret til 10 pct.
- d. På trods af dine beregninger/svar i opgave c insisterer grundlæggerne på, at markedet vil give en højere pris, såfremt der rapporteres et højere overskud/RNOA på tidspunktet for børsnoteringen. Hvad vil dit svar til dem være?

Opgave 2

Hr. Olsen overvejer at lade sig pensionere og ønsker i den forbindelse at sælge sin virksomhed OLS A/S. Han er af den opfattelse, at følgende forudsætninger gør sig gældende:

- Netto driftsaktiver (NOA) i periode 0 2.000
- Estimeret RNOA i alle fremtidige perioder 12%
- WACC (konstant over tid) 12%
- Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser (NFO) 500

Hr. Olsen har bedt dig beregne følgende:

- a) Den estimerede virksomhedsværdi (Enterprise Value) og værdien af egenkapitalen.
- b) Den estimerede værdi af egenkapitalen, ifald RNOA bliver 14 pct. i alle fremtidige perioder og under forudsætning af, at netto driftsaktiver over tid forbliver konstant på 2.000.

Hr. Olsen ønsker selvfølgelig at sælge til den højest mulige pris. Han erfarer ved at indregne leasingkontrakter som finansiell leasing fremfor operationel leasing vil driftsoverskuddet forbedres. Hr. Olsen er af den opfattelse, at dette vil forøge værdien af virksomheden. Igen spørger han dig til råds.

- c) Vil indregning af leasingkontrakter som finansiel leasing forøge værdien af egenkapitalen.
Dit svar skal være kort og præcist.

Opgave 3

Nedenfor er vist sammendragne beløb fra reformulerede balancer fra 2012 og 2013 for A/S Liquid sammen med beløb fra den reformulerede resultatopgørelse fra 2013 (beløb i t.kr.)

	2013	2012
Driftsaktiver (OA)	18.057,0	16.796,2
Driftsforpligtelser (OL)	6.011,8	5.927,2
Finansielle aktiver (FA)	382,7	270,8
Finansielle forpligtelser (FO)	6.496,4	4.395,4
Driftsoverskud (efter skat) (OI)	2.740,1	
Netto finansielle omkostninger (efter skat) (NFE)	147,1	

- a. Transaktioner med ejere/netto dividende androg i 2013 3.405,9 t.kr. Du bedes beregne det frie cash flow (FCF) ud fra **Metode 1** og **Metode 2** i lærebogen.
- b. Virksomheden rapporterede 'pengestrømme fra driftsaktivet' på 2.429 t.kr. i dens officielle pengestrømsopgørelse fra 2013 samt netto renteudbetalinger på 142,4 t.kr. Tillige rapporteredes 898 t.kr. i 'pengestrømme fra investeringsaktivitet', men det var efter et netto frasalg af rentebærende værdipapirer på 56 t.kr. Selskabsskatteprocenten er 25 pct. Beregn det frie cash flow (FCF) ud fra disse oplysninger.