

Ordinær eksamen Sommer 2011 – Regnskabsanalyse og aktievurdering

Opgave 1

Reformuleret egenkapitalopgørelse

Saldo 1. jan. 2010	2.450
Totalindkomst	447
Udbetalt udbytte	-367
Saldo 31. dec. 2010	2.530

Kommentarer:

Egentlig er det ikke nødvendig at reformulere denne opgørelse. Såfremt dette gøres er det kun den del af egenkapitalopgørelsen, der vedrører aktionærerne i A/S Construction skal reformuleres. Det bør man andre ord ikke trække ned såfremt denne opgørelse ikke er formuleret.

Reformuleret balance

	2010		2009		
Operating Assets					
Goodwill		75		60	
Erhvervede patenter og rettigheder		32		20	
Grunde og bygninger		1.350		1.250	
Produktionsanlæg og maskiner		1.450		1.390	
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		538		425	
Kapitalinteresser i associerede virksomheder		113		100	
Varebeholdninger		445		395	
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser		370		411	
Igangværende arbejder for fremmed regning		270		410	
Periodeafgrænsningsposter		20		25	
		4.663		4.486	
Operating Liabilities					
Udskudt skat	52		38		
Hensatte forpligtelser	153		118		
Forudbetalinger fra kunder	170		410		
Igangværende arbejder for fremmed regning	220		240		
Leverandører af varer og tjenesteydelser	225		245		
Skyldige selskabsskatter	45		35		
Anden gæld	38	903	30	1.116	
Net Operating Assets (NOA)		3.760		3.370	
Net Financial Obligation (NFO)					
Værdipapirer disponible for salg	-42		-20		
Likvide beholdninger	-10		-8		
Langfristet gæld	1.125		835		
Finansielle leasingforpligtelser	12		8		
Kortfristet gæld	115	1.200	85	900	
Samlet Egenkapital		2.560		2.470	
Minoritetsaktionærernes andel af egenkapital		30		20	
Aktionærer i A/S Construction andel af egenkapitalen		2.530		2.450	
	2010		2009		Gns.
NOA	3.760		3.370		3.565
NFO	1.200		900		1.050
Samlet egenkapital	2.560		2.470		2.515
Minoritetsaktionærernes andel af egenkapital	30		20		25
Aktionærer i A/S Construction andel af egenkapitalen	2.530		2.450		2.490

Kommentarer:

'Værdipapirer disponible for salg', der primært består af danske realkreditobligationer er at betragte som placering af overskydende likviditet, hvorfor poster er klassificeret som et finansielt aktiv. Bemærk de gennemsnitlige værdi, der skal anvendes ved beregning af nøgletal i opgave 12.

Reformuleret resultatopgørelse

Nettoomsætning		11.750
Produktionsomkostninger		-8.250
Bruttoresultat		3.500
Salgs- og distributionsomkostninger		-2.375
Administrationsomkostninger		-488
Driftsoverskud fra salg før skat		637
Skat af årets resultat	-133	
Skattefordel	-17	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	2	-149
Driftsoverskud fra salg efter skat		489
Andet driftsoverskud		
Andre driftsindtægter, netto	12	
Særlige engangsposter	-6	
	6	
Skattefordel (25%)	-2	
	5	
Resultatandel efter skat i associerede virksomheder	14	
Valutakursregulering af tilknyttede virksomheder	-18	1
Totalindkomst fra driften		489
Netto finansielle omkostninger	-68	
Skattefordel (25%)	17	
	-51	
Dagsværdiregulering obligationer	22	-29
Totalindkomst, koncernen		460
Minoritetsinteressernes resultatandel		-13
Totalindkomst, aktionærer i A/S Construction		447

Kommentarer:

Posterne 'Andre driftsindtægter', 'Særlige engangsposter', 'Resultatandele efter skat i associerede virksomheder samt 'Valutakursregulering af tilknyttede virksomheder' bør klassificeres som 'Andet driftsoverskud'. Bemærk, at det kun er de to førstnævnte poster, der tiltrækker sig skat. Under forudsætning af, at posten 'Værdipapirer disponible for salg' er klassificeret som et finansielt aktiv, bør dagsværdireguleringen behandles som en finansiell indtægt. Denne værdiregulering skal der ikke allokeres skat til, idet en sådan skat ville have været opført på egenkapitalopgørelsen.

Opgave 2

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Totalindkomst Aktionærer i A/S Construction}}{\text{Gns. Egenkapital aktionærer i A/S construction}} = \frac{447}{2.490} = 17,95\%$$

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Totalindkomst fra driften}}{\text{Gns. NOA}} = \frac{489}{3.565} = 13,72\%$$

$$\text{FLEV} = \frac{\text{Gns.NFO}}{\text{Gns. Samlet egenkapital}} = \frac{1.050}{2.515} = 0,4175$$

$$\text{NBC} = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gns.NFO}} = \frac{29}{1.050} = 2,76\%$$

$$\text{SPREAD} = \text{RNOA} - \text{NBC} = 13,72 - 2,76 = 10,96\%$$

$$\text{PM} = \frac{\text{Totalindkomst fra driften}}{\text{Nettoomsætning}} = \frac{489}{11.750} = 4,16\%$$

$$\text{ATO} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.NOA}} = \frac{11.750}{3.565} = 3,2959$$

Opgave 3

Core RNOA beregnes som: Core driftsoverskud/Gns. NOA, hvorfor første skridt består i at beregne core driftsoverskud (permanent driftsoverskud). Udgangspunktet er 'totalindkomst fra driften' i ovenstående reformulerede resultatopgørelse korrigeret for usædvanlige poster på efter skat basis (Sidst i dokumentet har jeg vist en fuldstændig resultatopgørelse, der foretager disse sondringer). Posterne 'Særlige engangsposter', 'Tab ved salg af materielle aktiver' samt 'Valutakursregulering af til knyttede virksomheder' antages at være af udsædvanlig karakter. Bemærk, at der ingen skat hviler på posten 'Valutakursregulering af til knyttede virksomheder'.

Totalindkomst fra driften		489
+/- Usædvanlige poster		
+ Tab ved salg af materielle aktiver	6	
+ Særlige engangsposter	6	
	<hr/>	12
Skateffekt (25%)	-3	9
Valutakursregulering af til knyttede virksomheder	<hr/>	18
Core driftsoverskud	<hr/>	516

Hvilket leder til

$$\text{Core RNOA} = 516 / 3.565 = 14,47\%$$

Næste skridt består i at estimere driftens kapitalomkostninger (waac):

$$\text{Markedsværdi af egenkapital: } P/B \times \text{egenkapital ekskl. minoriteter} = 1,8 \times 2,530 = 4,554$$

$$\text{Markedsværdi af netto rentebærende gæld} = \text{NFO}_{2010} = 1,200$$

$$\text{Markedsværdi af virksomhed} = 4,554 + 1,200 = 5,754$$

$$\text{Egenkapitalomkostninger} = 3,9 + (1,36 \times 5,5) = 11,38\%$$

$$\text{Efter-skat gældsomkostninger} = 5,4(1-0,25) = 4,05\%$$

Hvilket leder til:

$$wacc = \frac{4,554}{5,754} 11,38 + \frac{1,200}{5,754} 4,05 = 9,85$$

$$\text{Budgetteret driftsoverskud}_{2011}: \quad \text{Core RNOA} \times \text{NOA}_{2010} = 14,47\% \times 3.760 = 544,07$$

$$\text{Budgetteret ReOI}_{2011}: \quad (0,1447 - 0,0985) \times 3,760 = 173,71$$

$$\text{Værdi af egenkapital} = \text{CSE} + \frac{\text{ReOI}_{2011}}{wacc - g} = 2,530 + \frac{173,71}{0,0985 - 0,03} = 5.065,9$$

$$\text{Værdi per aktie } 5.065,9/30 = 168,86 \Rightarrow \text{P/B} = 5.065,9/2.530 = 2,00$$

(antallet af aktier (30 mio. fremgår af egenkapitalopgørelsen)

Den fundne fundamentale P/B (2,00) ligger over den handlede P/B (1,8), hvorfor anbefalinger bør være **KØB**.

Alternativ reformuleret resultatopgørelse, der skelner mellem core og ikke-core driftsoverskudsposter.

Nettoomsætning		11.750
Produktionsomkostninger		-8.250
Bruttoresultat		3.500
Salgs- og distributionsomkostninger		-2.375
Administrationsomkostninger		-488
Driftsoverskud fra salg før skat		637
Skat af årets resultat	-133	
Skattefordel	-17	
Skat allokert til core andet driftsoverskud	5	
Skat allokert til usædvanlige poster	-3	-148
Driftsoverskud fra salg efter skat		489
Core Andet driftsoverskud		
Andre driftsindtægter (ejeindtægter)	18	
Skat herpå (25%)	-5	
	13	
Resultatandele efter skat i associerede virksomheder	14	27
Core driftsoverskud		516
Usædvanlige poster		
Tab ved salg af materielle aktiver	-6	
Særlige engangsposter	-6	
	-12	
Skat herpå (25%)	3	
	-9	
Valutakursregulering af tilknyttede virksomheder	-18	-27
Totalindkomst fra driften		489
Netto finansielle omkostninger	-68	
Skattefordel (25%)	17	
	-51	
Dagsværdiregulering obligationer	22	-29
Totalindkomst, koncernen		460
Minoritetsinteressernes resultatandel		-13
Totalindkomst, aktionærer i A/S Construction		447