

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2017

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

Ordinær eksamen

20. juni 2017

(3-timers prøve med hjælpemidler)

Dette eksamenssæt består af x sider.

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. En virksomhed har skabt værdi for sine ejere, når egenkapitalforrentningen (ROCE) er større end afkastet på netto driftsaktiver (RNOA).

Uenig. Værdi skabes, såfremt ROCE er større end ejernes afkastkrav.

2. En lav overskudsgrad leder altid til en lav RNOA.

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

3. Investering i obligationer i en fremstillingsvirksomhed (ikke-finansiell virksomhed) bør præsenteres i 'investeringsafsnittet' i den officielle pengestrømsopgørelse.

Uenig. For en ikke-finansiell virksomhed er investering i obligationer placering af overskydende likviditet fra driften og bør præsenteres under finansieringsafsnittet.

4. En virksomhed kan ikke opretholde en RNOA der er lavere end driftens kapitalomkostninger (wacc) og forblive på markedet i det uendelige.

Uenig. Såfremt virksomheden opretholder en lav RNOA vil den blive vurderet til en rabat under den bogførte værdi. Men den kan overleve - den har en positiv going concern værdi.

5. Udbytter er den eneste måde virksomheden kan udbetale kontanter til ejerne.

Uenig. Aktietilbagekøb er en anden måde.

Opgave 2

Du er netop blevet ansat som en virksomhedsanalytiker i en førende norsk investeringsbank. En af dine første opgaver består i at assistere med en analyse og efterfølgende værdiansættelse af Tøj A/S, der producerer og globalt sælger modetøj i segmentet 'luksus til alle'.

I maj 2016 foretog virksomheden en varelagernedskrivning på 252 mio. kr. hvoraf 152 mio. kr. skyldtes, at virksomheden var nødsaget til at tilbagekalde en nyligt lanceret kollektion af jeans, der forårsagede hudirritation grundet brug af et giftigt blegningsmiddel.

De finansielle opgørelser og udvalgte noter fra 2016 (2015) er vist i bilag A. (Beløb i mio. kr.)

a.

Du bedes reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug. Selskabsskatteprocenten er 25,0 pct.

b.

Beregn egenkapitalforrentningen (ROCE) og vis at relationen

$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$ holder.

I de nøgletal hvori der indgår balanceværdier, bedes du anvende et gennemsnit af primo- og ultimoværdier.

c.

For år 2016 beregn venligst

i) FCF

ii) Nettodividenden (d)

Opgave 3

Lignende virksomheder inden for samme branchen handles pt. til en trailing EV/EBIT₂₀₁₆ på 25.

På balancedagen 31. december 2016 blev aktierne i Tøj A/S handlet til kurs 15 kr. per aktie.

Redegør for, hvorvidt du vurderer Tøj A/S er fair prisfastsat eller udgør et 'godt køb'.

Først findes Enterprise value (EV) som:

Markedsværdi af egenkapital (MVE) + markedsværdi af netto rentebærende gæld (NFO)

$$\text{MVE} = \text{antal udstående aktier} \times \text{kurs} = (1.430 - 90) \times 15 = 20.100$$

$$\text{NFO (fremgår af den reformulerede balance)} = \underline{2.450}$$

$$\text{EV} = \underline{22.550}$$

'Trailing' refererer til indeværende års EBIT. Det forhold, at indeværende års EBIT anvendes som prediktor fordrer, at det er core EBIT, der anvendes. Det vil sige eksklusiv eventuelle usædvanlige poster, da disse ikke har nogen prediktionsværdi.

Rapporteret EBIT	680
+ usædvanlige poster	40
+ nedskrivninger	20
+ usædvanlig varelagedskrivning	<u>152</u>
= Core EBIT	892

$$22.550/892 = 25,3$$

Da denne værdi er tæt på multiplen for peers konkluderes det, at virksomheden synes at være fair prisfastsat.

Bilag A

Resultatopgørelse

<i>Mio. DKK</i>	2015	Noter
Nettoomsætning	9.340	
Vareforbrug	-4.100	
Bruttoresultat	5.240	
Andre eksterne omkostninger	-2.050	
Personaleomkostninger	-2.170	
Af- og nedskrivninger samt amortiseringer	-300	1
Driftsresultat før usædvanlige poster	720	
Usædvanlige poster	-40	2
Driftsresultat (EBIT)	680	
Finansielle indtægter	3	
Finansielle omkostninger	-40	
Resultat før skat	643	
Skat af årets resultat	-161	
Årets resultat	482	
Totalindkomst		
Årets resultat	482	
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg, efter skat	10	
Totalindkomst i alt	492	

Balancer

AKTIVER (Mio. DKK)	2016	2015	Noter
Langfristede aktiver			
Immaterielle aktiver	610	570	
Materielle aktiver	3.040	2.815	
Værdipapirer disponible for salg	220	205	3
Langfristede aktiver i alt	3.870	3.590	
Kortfristede aktiver			
Varelagre	1.260	1.500	4
Salgstilgodehavender	1.700	1.530	
Periodeafgrænsningsposter	170	140	
Likvide midler	25	55	5
Kortfristede aktiver i alt	3.155	3.225	
Samlede aktiver	7.025	6.815	
EGENKAPITAL OG FORPLIGTELSER (Mio. DKK)			
Equity			
Aktiekapital	1.430	1.430	6
Reserver	1.415	1.300	
Egenkapital i alt	2.845	2.730	
Langfristede forpligtelser			
Pensionsordninger	60	55	
Udskudt skat	110	70	
Hensatte forpligtelser	460	470	
Kreditinstitutter	2.490	2.380	
Langfristede forpligtelser i alt	3.120	2.975	
Kortfristede forpligtelser			
Kreditinstitutter	200	410	
Leverandørgæld	570	440	
Skyldig skat	190	180	
Anden gæld	100	80	
Kortfristede forpligtelser i alt	1.060	1.110	
Samlede forpligtelser	4.180	4.085	7
Egenkapital og forpligtelser	7.025	6.815	

<i>Udvalgte noter</i>	<i>2016</i>	<i>2015</i>
1. Af- og nedskrivninger samt amortiseringer		
Amortiseringer	-60	
Afskrivninger	-220	
Nedskrivninger	-20	
Total	-300	
2. Usædvanlige poster		
Gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver	5	
Restruktureringsomkostninger	-30	
Omkostninger ifm. outsourcing af distribution	-15	
Total	-40	
3. Værdipapirer disponible for salg		
<i>Består hovedsageligt af danske statobligationer</i>		
Værdipapirer disponible for salg	220	205
4. Varelagre		
Råvarer	570	680
Varer i arbejde	40	55
Færdigvarer	650	765
Varelagre	1.260	1.500
<i>Nedskrivninger inkluderet ovenfor</i>	252	120
<i>Inkluderet i resultatopgørelsen under vareforbrug</i>	252	120
5. Likvide midler		
<i>Dele af de likvide midler er placeret i lande med valutarestriktioner og skal anvendes til at købe lokale råvarer. Likvide midler med valutarestriktioner udgør samlet 5 mio. DKK (2015: 7 mio. DKK)</i>		
Likvide midler	25	55
6. Aktiekapital		
<i>Aktiekapitalen består af 1.430 mio. aktier af nom 1 kr. per aktie.</i>		
<i>Den 31. december 2016 holdte virksomheden 90 mio. stk. akier i egen beholdning.</i>		
7. Andre gæld		
<i>Består af skyldig moms, feriepenge etc.</i>		
Anden gæld	100	80

Reformuleret balance

	2016	2015	Gns.
Aktiver i alt	7.025	6.815	
- værdipapirer disponible for salg	220	205	
- overskydende likviditet	20	48	
= Driftsaktiver	6.785	6.562	
- pensionsordninger	60	55	
- udskudt skat	110	70	
- hensatte forpligtelser	460	470	
- leverandørgæld	570	440	
- skyldig skat	190	180	
- anden gæld	100	80	
= NOA	5.295	5.267	5.281
Kreditinstitutter (lang)	2.490	2.380	
Kreditinstitutter (kort)	200	410	
= Finansielle forpligtelser	2.690	2.790	
- værdipapirer disponible for salg	220	205	
- overskydende likviditet	20	48	
= NFO	2.450	2.537	2.494
Egenkapital	2.845	2.730	2.788
Total Funds	5.295	5.267	

Kommentarer:

- 'Værdipapirer disponible for salg' vedrører investering i obligationer og er derfor at betragte som midlertidig placering af overskydende likviditet (finansielt aktiv).
- Dele af de likvide midler (2016:5; 2015:7) er underlagt rådighedsbegrænsning (valutarestriktioner), hvorfor de ikke er 'frie', men at være bundet i driften (driftsaktiv). De resterende likvider udgør den overskydende likviditet (finansielt aktiv).

Reformuleret resultatopgørelse

Nettoomsætning		9.340,00
Vareforbrug		-4.100,00
Bruttoresultat		5.240,00
Andre eksterne omkostninger		-2.050,00
Personaleomkostninger		-2.170,00
Af- og nedskrivninger samt amortiseringer		-300,00
Driftsresultat fra salg		720,00
Rapporteret skatteomkostning	-161,00	
Skatte fordel på netto finansielle omkostninger	-9,25	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-10,00	-180,25
Driftsoverskud fra salg, efter skat		539,75
Andet driftsoverskud		
Usædvanlige poster	-40,00	
Skat herpå (25 pct.)	10,00	-30,00
Samlet driftsoverskud		509,75
Netto finansielle omkostninger		
Finansielle indtægter	3	
Finansielle omkostninger	-40	
Nettofinansielle omkostninger før skat	-37	
Skattefordel (25 pct.)	9,25	
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg, efter skat	10	-17,75
Totalindkomst		492,00

Kommentarer:

- 'Bundlinjen' er totalindkomst.
- 'Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg, efter skat' er en finansiell indtægt, men holdes uden for skatteberegningen, da beløbet er oplyst på efter-skat basis.
- Andet driftsoverskud består af 'usædvanlige poster'.
- Der er allokeret skat til de enkelte overskudskomponenter.

Nøgletal

b.

$$\text{ROCE} = \text{Totalindkomst} / \text{gns. egenkapital} = 492 / 2.788 = 17,7\%$$

$$\text{ROCE} = \text{RNOA} + [\text{FLEV} \times (\text{RNOA} - \text{NBC})]$$

$$\text{RNOA} = \text{Driftsoverskud} / \text{gns. NOA} = 509,75 / 5.281 = 9,7\%$$

$$\text{FLEV} = \text{gns. NFO} / \text{gns. EK} = 2.494 / 2.788 = 0,895$$

$$\text{NBC} = \text{Netto finansielle omkostninger} / \text{gns. NFO} = 17,75 / 2.494 = 0,7\%$$

$$= 9,7 + [0,895 \times (9,7 - 0,7)]$$

$$= 17,7 \text{ (tillad afrudning)}$$

c.

$$\text{FCF} = \text{OI} - \Delta\text{NOA} = 509,75 - (5.255 - 5.267) = 481,75$$

$$\text{d} = \text{Totalindkomst} - \Delta\text{EK} = 492 - (2.845 - 2.730) = 377$$