

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Rettevejledning: eksamen 8. juni 2010

Opgave 1

I denne opgave bliver de studerende bedt om at reformulere de officielle finansielle opgørelser til analysebrug.

Reformuleret egenkapitalopgørelse

Saldo primo		89.700
<i>Transaktioner med ejere</i>		
Kapitalindsud	5.000	
Salg af egne aktier	60	
Køb af egne aktier	-40	
Betalt udbytte	-3.000	2.020
<i>Totalindkomst</i>		
Årets resultat	19.590	
Urealiseret tab, efter skat	<u>-115</u>	19.475
Saldo ultimo		111.195

Kommentarer:

Det fremgår, at 'transaktioner med ejere' (nettodividenden – d) androg 2.020. Totalindkomsten udgjorde 19.475 bestående af 'årets resultat' fra resultatopgørelsen (19.590) samt 'Urealiseret tab på kapitalandele disponible for salg, efter skat' (-115).

Reformuleret balance

	2009	2008
OA		
Software	850	700
Patenter	2.600	2.800
Grunde og bygninger	48.350	51.200
Produktionsanlæg og maskiner	62.850	56.500
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	32.450	24.115
Kapitalandele disponible for salg	8.400	-
Varebeholdninger	23.350	16.750
Tilgodehavender fra salg	11.750	9.350
Periodeafgrænsningsposter	800	400
	<u>191.400</u>	<u>161.815</u>
Udskudt skat	5.000	4.950
Andre hensatte forpligtelser	3.360	3.450
Leverandører af varer og tjenesteydelser	7.240	7.070
Forudbetaling fra kunder	12.000	8.700
Skyldig selskabsskat	1.780	2.100
Anden gæld	150	560
NOA	<u>29.530</u>	<u>26.830</u>
	<u>161.870</u>	<u>134.985</u>
NFO		
Kreditinstitutter	27.500	27.900
Bankgæld	17.500	8.400
Kreditinstitutter	3.900	3.400
Bankgæld	2.800	6.500
Værdipapirer	-425	-490
Likvide beholdninger	-600	-425
	<u>50.675</u>	<u>-425</u>
Egenkapital	111.195	89.700
Gns		
NOA	148.428	
NFO	47.980	
EK	100.448	

Kommentarer:

Formålet med at reformulere balancen er dels 1) at opgøre den kapital, der er investeret i driftsaktiviteten (netto driftsaktiver/NOA), samt 2) opgøre virksomhedens nettogældssætning (netto finansielle forpligtelser/NFO). Netto driftsaktiver opgøres som 'driftsaktiver – driftsforpligtelser', mens netto finansielle forpligtelser opgøres som 'finansielle forpligtelser – finansielle aktiver'. Bemærk, at posten 'Kapital andele disponible for salg' er klassificeret som et driftsaktiv, idet der jf. teksten er tale om en 'strategisk investering' snarere end placering af overskydende likviditet. *Det er en mangel, såfremt den studerende ikke foretager denne klassifikation.* Der er i opgaven ikke lagt op til, at der afsættes 'driftslikviditet' (typisk 1-2% af nettoomsætningen), men det er ikke en fejl, såfremt den studerende afsættes driftslikviditet.

Reformuleret resultatopgørelse

	2009	
Nettoomsætning		391.250
Produktionsomkostninger		-311.200
Bruttoresultat		80.050
Salgs- og distributionsomkostninger	-23.380	
Administrationsomkostninger	-30.800	-54.180
Driftsoverskud fra salg før skat		25.870
Skat af årets resultat	7.280	
Skattefordel	450	
Skat på andet driftsoverskud	-700	7.030
Driftsoverskud fra salg efter skat		18.840
<i>Andet driftsoverskud</i>		
Andre driftsindtægter	2.800	
Skat herpå (25%)	-700	
	2.100	
Urealiseret tab (fra egenkapitalopgørelsen)	-115	1.985
Samlet driftsoverskud		20.825
Finansielle omkostninger	-1.925	
Finansielle indtægter	125	
	-1.800	
Skattefordel (25%)	450	-1.350
Totalindkomst		19.475

Kommentarer:

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen er at kaste lys over overskudsskabelsen fra virksomhedens drifts- og finansielle aktiviteter. Dette sikres gennem at bringe den på totalindkomstbasis ved at indregne ikke-resultatførte poster på egenkapitalen. Dernæst, gennem at opdele den samlede totalindkomst i driftsoverskud og overskud fra finansielle aktiviteter. Med hensyn til driftsoverskuddet opdeles dette endvidere i 'driftsoverskud fra salg' og 'andet driftsoverskud', hvor førstnævnte viser værdiskabelsen fra at handle med kunder.

Da alle overskudskomponenter har skattemæssige konsekvenser skal der ske en allokering af den samlede skatteomkostning. I den reformulerede resultatopgørelse er posterne 'andre driftsindtægter'(udlejning af driftsmateriel) samt 'urealiseret tab på kapitalandele' klassificeret som 'andet driftsoverskud', idet det er overskudskomponenter, der ikke vedrører den primære aktivitet.

Bemærk, at der ikke skal beregnes skat af posten 'urealiseret tab på kapitalandele disponible for salg'. Dette skyldes, at en evt. skat herpå ville have været ført direkte på egenkapitalen.

I forbindelse med skatteallokeringen er selskabsskatteprocenten (25 pct.) anvendt på 'netto finansielle omkostninger' samt på 'andre driftsindtægter', mens skat på 'driftsoverskud fra salg' fremkommer som et residual.

Opgave 2

I denne opgave bliver de studerende bedt om at beregne en række nøgletal og kommentere på udviklingen.

Niveau 1	2009	2008
ROCE	19,4%	12,5%
RNOA	14,0%	10,1%
FLEV	0,478	0,324
NBC	2,8%	2,8%
SPREAD	11,2%	7,3%
 Niveau 2		
RNOA	14,0%	10,1%
PM	5,3%	3,8%
ATO	2,636	2,636
 Niveau 3		
<i>PM-drivere %</i>		
Bruttoavanceprocent	20,5%	18,5%
Salgs- og distributionsomkostninger	-6,0%	-6,0%
Administrationsomkostninger	-7,9%	-7,9%
PM _{salg} før skat	6,6%	4,6%
Skat	-1,8%	-1,3%
PM _{salg}	4,8%	3,3%
Andet DO (efter skat)	0,5%	0,5%
PM	5,3%	3,8%

Niveau 1

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. Egenkapital}} = \frac{19.475 \times 100}{100.448} = 19,4\%$$

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (efter skat)}}{\text{Gns. NOA}} = \frac{20.825 \times 100}{148.428} = 14,0\%$$

$$\text{FLEV} = \frac{\text{Gns. NFO}}{\text{Gns.EK}} = \frac{47.980}{100.448} = 0,478$$

$$\text{NBC} = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (efter skat)}}{\text{Gns. NFO}} = \frac{1.350 \times 100}{47.980} = 2,8\%$$

$$\text{SPREAD} = \text{RNOA} - \text{NBC} = 14,0\% - 2,8\% = 11,2\%$$

Niveau 2

$$\text{RNOA} = 14,0\% \text{ (se ovenfor)}$$

$$\text{PM} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (efter skat)}}{\text{Nettoomsætning}} = \frac{20.825 \times 100}{391.250} = 5,3\%$$

$$\text{ATO} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NOA}} = \frac{391.250}{148.428} = 2,636$$

Niveau 3

Bruttoavanceprocent = $\frac{\text{Bruttoresultat}}{\text{Nettoomsætning}} = \frac{80.050 \times 100}{391.250} =$	20,5%
- Salgs- og distributionsomkostninger = $\frac{23.380 \times 100}{391.250} =$	-6,0%
- Administrationsomkostninger = $\frac{30.800 \times 100}{391.250} =$	-7,9%
PM_{salg} før skat	6,6%
- skat = $\frac{7.030 \times 100}{391.250} =$	-1,8%
PM_{salg}	4,8%
Andet DO (efter skat) = $\frac{1.985 \times 100}{391.250} =$	0,5%
PM	5,3%

Kommentarer:

Som det fremgår er egenkapitalforrentningen (ROCE) steget fra 12,5 pct. til 19,4 pct. Årsagen hertil skal dels søges i en forbedret afkastningsgrad (RNOA) samt en øget finansiell gearing (FLEV). Stigningen i afkastningsgraden skyldes udelukkende en stigning i overskudsgraden (PM), idet omsætnings hastigheden (ATO) er uforandret. Den forbedrede overskudsgrad skyldes en stigning i bruttoavanceprocenten fra 18,5 pct. til 20,5 pct.

Opgave 3

For at kunne beregne residualoverskuddet fra driften (ReOI) skal den studerende estimere driftens kapitalomkostninger (wacc) ud fra følgende formel:

$$wacc = \frac{MVE}{MVE + NFO} \cdot \rho_e + \frac{NFO}{MVE + NFO} \cdot \rho_D$$

hvor

MVE: Markedsværdi af egenkapitalen

NFO: Markedsværdi af netto rentebærende gæld = bogført værdi

ρ_E : Egenkapitalomkostninger (ejernes afkastkrav)

ρ_D Efter-skat gældsomkostninger

MVE beregnes ud fra den opgivne pris-over-bogført værdi: $P/B \times EK = 2,50 \times 111.195 = 277.988$

NFO er lig den bogførte værdi = 50.675 (jf. den reformulerede balance)

ρ_E beregnes som $R_f + (\text{beta} \times \text{markedets risikopræmie}) = 4\% + (1,2 \times 6\%) = 11,2\%$

ρ_D beregnes som $7,0\%(1-0,25) = 5,25\%$, idet selskabsskatteprocenten er 25 procent.

der indsat i formelen giver:

$$wacc = \frac{277.988}{328.633} \cdot 11,2\% + \frac{50.675}{328.633} \cdot 5,25\% = 9,47\% + 0,8095\% = 10,28\%$$

Den studerende skal herefter identificere core driftsoverskud (efter skat) gennem at se bort fra usædvanlige driftsposter. I opgaveteksten er lagt op til at såvel 'dagbøder' som 'varelagernedskrivningen' er usædvanlige. Endvidere er det urealiserede tab på kapitalandelene en usædvanlig post. Dette giver:

Driftsoverskud fra salg før korrektioner:		25.870
<i>Korrektion for usædvanlige poster</i>		
Valagernedskrivning	6.650	
Dagbøder	2.350	9.000
		<hr/>
Core OI fra salg før skat		34.870
Rapporteret skatteomkotning	7.280	
Skattefordel	450	
Skat på andet driftsoverskud	-700	
Skat på usædvanlige poster	2.250	9.280
		<hr/>
		25.590
Andre driftsindtægter efter skat		2.100
		<hr/>
Core OI		27.690
Usædvanlige poster		
Valagernedskrivning	-6.650	
Dagbøder	-2.350	
		<hr/>
		-9.000
Skat herpå	2.250	
Urealiseret tab, efter skat	-115	-6.865
		<hr/>
Samlet driftsoverskud		20.825

Herefter kan $ReOI_{2009}$ beregnes:

$$ReOI_{2009} = core\ OI_{2009} - (wacc - NOA_{2008})$$

$$ReOI_{2009} = 27.690 - (0,1028 \times 134.985) = 13.814$$

Værdi per aktie:

Et SF2 forecast jf. lærebogen forudsætter, at $ReOI$ kan opretholdes i al evighed som en perpetuitet:

$$\begin{aligned}V_0^E &= CSE_{2009} + \frac{\text{ReOI}_{2010}}{\text{wacc}} \\ &= 111.195 + \frac{13.814}{0,1028} \\ &= 245.572 \text{ t.DKK}\end{aligned}$$

Værdi per aktie = Egenkapitalværdi / antal udstående aktier

Antal udstående aktier = antal udstedte aktier (300.000) - antal egne aktier (2.200) = 297.800 = 297,8 tusinde

Værdi per aktie $245.572 / 297,8 = 825$

Aktien blev den 31.12 2009 handlet til kurs $(2,5 \times 111.195) / 297,8 = 933,47$, hvilket er noget over den fundne værdi på 825, hvilket indikerer et SÆLG.