

Regnskabsanalyse og aktievurdering - Ordinær eksamen 2016

Rettevejledning udarbejdet af Ekstern lektor Ole Sørensen

Opgave 1

Nedenfor er listet seks udsagn. For hvert udsagn bedes du angive, hvorvidt du er ENIG eller UENIG i udsagnet, og understøtte det med en *kort* kommentar.

1. En tilhænger af den pengestrømsbaserede værdiansættelsesmodel (DCF-model) fremfører: 'Residualindkomst-modellen er ikke egnet for virksomheder som Carlsberg (bryggeri), William Demant (høreapparatproducent) eller Lego (legetøjsproducent), der har betydelige ikke-indregnede (usynlige) immaterielle aktiver som varemærker, udviklingsprojekter mm. En lav bogført værdi af nettoaktiver (egenkapital) vil lede til en lav værdiansættelse'. Enig eller uenig?

Uenig. Den bogførte værdi er sandsynligvis lav relativt til den samlede værdi, men residualindkomst-modellen estimerer den manglende værdi i balancen, og tillægger den til den bogførte værdi. Dette sker gennem at budgettere fremtidige overskud, der i fremtiden vil blive tillagt den bogførte værdi. Disse overskud inkluderer overskud fra aktiver, der ikke er indregnet på balancen såsom varemærker, udviklingsprojekter mm.

2. En reduktion i udviklingsomkostninger i procent af salget leder til en forøget egenkapitalforrentning (ROCE) og værdi per aktie? Enig eller uenig?

Den første del af udsagnet er korrekt. Et fald i udviklingsomkostninger i procent af salget leder – alt andet lige - til en stigning i den nuværende egenkapitalforrentning (ROCE), fordi overskudsgraden (PM) forbedres. Men et fald i udviklingsomkostninger kan have negative effekter på den fremtidige egenkapitalforrentning og dermed værdi, fordi manglende udvikling kan afstedkomme et fald i salget.

3. En virksomhed med en egenkapitalforrentning (ROCE) på 16 pct., afkastningsgrad (RNOA) på 8 pct., finansiell gearing (FLEV) på 2, har en lånerente (NBC) på 5 pct. Enig eller uenig?

Uenig.

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

$$14\% = 8\% + [2 \times (8\% - 5\%)]$$

Hvorfor NBC bør være 4%

4. En virksomhed har skabt værdi for sine ejere, når afkastet på netto driftsaktiver (RNOA) er større end den gennemsnitlige lånerente (NBC). Enig eller uenig?

Uenig. Værdi skabes når RNOA er større end driftens kapitalomkostninger (wacc)

5. I en virksomhed, der holder netto finansielle aktiver (NFA dvs. negativ gæld) vil kapitalomkostningerne for driften (wacc) typisk være større end ejernes afkastkrav. Enig eller uenig?

Enig. Den lavere risiko på netto finansielle aktiver vægter ejernes afkast ned.

6. En høj ATO betyder, at virksomheden er effektiv til at skabe salg. Enig eller Uenig?

Delvist korrekt, men en høj ATO kan skabes via konservativ regnskabsføring.

Opgave 2

Rapporteret <i>C</i>		130.650
Netto finansielle indbetalinger	8.301	
Skat herpå (23,5%)	-1.951	6.350
Korrigeret <i>C</i>		124.300
Rapporteret <i>I</i>		-45.121
Investering i obligationer		9.542
Korrigeret <i>I</i>		-35.579
Free cash flow (FCF)		88.721
Egenkapitalfinansiering <i>d</i>		
Udbetalt udbytte		2.000
Netto gældsfinansiering <i>F</i>		
Netto finansielle indbetalinger efter skat	-6.350	
Investering i obligationer	9.542	
Ændring i langsfristet gæld	5.851	
Ændring i finansielle aktiver	77.678	86.721
<i>d + F</i>		88.721

Kommentarer:

Netto finansielle indbetalinger (efter skat) vedrører ikke driften, men finansieringsaktiviteten, hvor de skal reklassificeres.

Investering i obligationer for en ikke-finansiell virksomhed er ikke investering i driften, men placering af skabte pengestrømme, hvor beløbet skal reklassificeres til finansieringsaktiviteten.

Opgave 3

Pro forma opgørelser under status quo:

STUS QUO					
	0	1	2	3	
Salg	1.750	1.803	1.857	1.912	Vokser med 3,0% p.a.
Driftsoverskud (OI) PM = 8,0%	140,0	144,2	148,5	153,0	Vokser med 3,0% p.a.
NOA	880,0	906,4	933,6	961,6	Vokser med 3,0% p.a.
PM	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
ATO	2,0	2,0	2,0	2,0	
RNOA	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
ReOI		73,8	76,0	78,3	Vokser med 3,0% p.a.

Værdi af driften under status quo:

$$\text{Værdi af NOA} = 880 + \frac{73,8}{0,08 - 0,03} = 2.356$$

Pro forma opgørelser under den nye plan:

	0	1	2	3	
Salg	1.750	1.838	1.929	2.026	Vokser med 5,0% p.a.
Driftsoverskud (OI) PM = 8,0%	140,0	147,0	154,4	162,1	Vokser med 5,0% p.a.
NOA (ATO = 1.7)	1.081	1.135	1.192	1.251	Vokser med 5,0% p.a.
PM	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
ATO	1,7	1,7	1,7	1,7	
RNOA	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	
ReOI		60,5	63,6	66,7	

$$\text{Værdi af NOA} = 1.081 + \frac{60,5}{0,08 - 0,04} = 3.098$$

Planen leder til en markant stigning i værdien. Den yderligere vækst (der skaber stigende driftsoverskud) er mere end tilstrækkelig til at dække afkastkravet på de nødvendige investeringer i netto driftsaktiver.

Opgave 4

Indledningsvist skal den studerende beregne/identificere core driftsoverskud efter skat:

Nettoomsætning		331
Produktionsomkostninger	-160	
Salgs- og administrative omkostninger	-32	-192
Core driftsoverskud før skat		139
Rapporteret skatteomkostning	-27	
Skattefordel på finansielle omkostninger	-3	
Skattefordel på usædvanlige poster	-5	-35
Core driftsoverskud efter skat		104

Det bedste estimat af den fremtidige profitmargin er den nuværende core PM:

$$104/331 = \underline{31,4 \text{ pct.}}$$

Skattefordel på netto finansielle omkostninger beregnes som:

$$-12 \times 0,25 = 3$$

Usædvanlige poster udgøres af 'restruktureringsomkostninger' samt 'tab ved salg af anlægsaktiver'

$$-8 + -12 = -20$$

$$\text{Skattefordel } -20 \times 0,25 = 5$$