

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2019

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Ordinær eksamen

15. juni 2019

(3-timers prøve med hjælpemidler)

Dette eksamenssæt består af x sider incl. denne forside.

OBS: Bliver du syg under selve eksamen på Peter Bangsvej, skal du kontakte et tilsyn for at blive registreret som syg. I den forbindelse skal du udfylde en blanket. 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.

Pas på, du ikke begår eksamenssnyd!

Det er eksamenssnyd, hvis du under prøven

- Bruger hjælpemidler, der ikke er tilladt
- Kommunikerer med andre eller på anden måde modtager hjælp fra andre
- Kopierer andres tekster uden at sætte citationstegn eller kildehenvisning, så det ser ud som om det er din egen tekst
- Bruger andres idéer eller tanker uden at kildehenvisning, så det ser ud som om det er din egen idé eller dine egne tanker
- Eller hvis du på anden måde overtræder de regler, der gælder for prøven

Du kan læse mere om reglerne for eksamenssnyd på Din Uddannelsesside og i Rammestudieordningens afs. 4.12.

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. Virksomheder, der holder netto finansielle aktiver (NFA) vil typisk opleve, at egenkapitalforrentningen (ROCE) er lavere end afkastet på netto driftsaktiver (RNOA). ENIG eller UENIG?

Enig, idet der er tale om, at virksomheden har en negativ finansiell gearing. Da afkastet på de finansielle aktiver typisk er lavere end afkastet på driften vil $ROCE < RNOA$.

2. I tilfælde af, at en virksomhed i et givent år reducerer dens udgifter til markedsføring vil dette – *alt andet lige* - lede til en forbedret egenkapitalforrentning (ROCE) samt stigning i værdien per aktie. ENIG eller UENIG

Den første del af udsagnet er korrekt, idet overskuddet vil blive forbedret og dermed ROCE. Den anden del af udsagnet er mere tvetydig, idet en reduktion i udgifter til at skabe fremtidigt salg kan indvirke negativt på den fremtidige værdiskabelse og dermed på værdien.

3. For ikke-finansielle virksomheder vil investering i værdipapirer reducere den frie pengestrøm (FCF). ENIG eller UENIG?

UENIG. Investering i værdipapirer er anvendelse af den skabte frie pengestrøm og ikke investering i driften for en ikke-finansiell virksomhed.

4. En analytiker forventer, at næste års overskud per aktie (forward EPS) for en virksomhed vil blive 20 kr. samt ingen vækst i residualoverskud (RE). Hun finder, at den fundamentale værdi per aktie er 250. Dette implicerer, at ejernes afkastkrav er 12,5 pct. ENIG eller UENIG?

UENIG. De konstante residualoverskud implicerer, at AEG er nul, hvorfor værdien kan findes som $250 = 20 \times 1/\text{afkastkrav}$. Afkastkravet er 8 pct.

5. Overskudsgraden (PM) kan grundet driftsmæssige underskud være negativ. Dog gælder, at omsætningshastigheden for netto driftsaktiver (ATO) ikke kan være negativ. ENIG eller UENIG?

UENIG. Såfremt driftsforpligtelserne (OL) overstiger driftsaktiverne (OA vil netto driftsaktiver (NOA) være negativ.

Opgave 2

Du er netop blevet ansat som analytiker i en mellemstor dansk investeringsbank, og en af dine første opgaver består i at assistere med en analyse og værdiansættelse af AS Garden, der producerer og sælger haveudstyr mm.

I efteråret 2018 oplevede virksomheden, at en af dens store kunder (AS Byg) gik konkurs, hvilket ledte til et tab på tilgodehavender på 200.000 kr. Beløbet er indregnet under 'Salgs- og distributionsomkostninger' i totalindkomstopgørelsen.

Rapporteret totalindkomstopgørelse, balancer samt udvalgte noter er vist i **bilag A og B** (samt medfølgende Excel regneark). Selskabsskatteprocenten er 22,5 procent.

a.

Din chef er bekendt med, at du har fulgt et fag i 'Regnskabsanalyse og aktievurdering' og beder dig reformulere totalindkomstopgørelsen og balancerne til analysebrug. *I din besvarelse kan du se bort fra problemstillingen med at afsætte driftslikviditet.*

b.

I **bilag C** (samt medfølgende regneark) er vist en række udvalgte nøgletal for 2017. Du bedes beregne de tilsvarende nøgletal for 2018. Vis dine resultater med 2 decimaler.

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

Reformuleret balancer

	2018	2017	Gns.
Aktiver i alt	5400	5400	
Kapitandele disponible for salg	-40	-30	
Likvider	-20	-18	
= Driftsaktiver	5340	5352	
Udskudte skatteforpligtelser	-70	-34	
Pensionsforpligtelser	-35	-32	
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-256	-220	
Skyldig selskabsskat	-200	-140	
Anden gæld (ekskl. Skyldige renter)	-40	-34	
= Netto driftsaktiver	4739	4892	4815,5
Reakreditgæld (langfristet)	900	1040	
Bankgæld (langfristet)	325	330	
Reakreditgæld (kortfristet)	48	170	
Bankgæld (kortfristet)	37	20	
Skyldige renter	5		
= Finansielle forpligtelser	1315	1560	
Kapitandele disponible for salg	-40	-30	
Likvider	-20	-18	
= Netto finansielle forpligtelser	1255	1512	
Egenkapital	3484	3380	

Kommentarer:

'Kapitalandele disponible for salg' (en obligationsbeholdning) samt likvider er finansielle aktiver. De øvrige aktiver er driftsaktiver.

'Realkreditgæld samt 'bankgæld' (både lang- og kortfristet) samt 'Skyldige Renter' er finansielle forpligtelser. De øvrige forpligtelser er driftsforpligtelser.

Reformuleret totalindkomstopgørelse

Nettoomsætning		8.700
Produktionsomkostninger		-6.780
Bruttoresultat		1.920
Salgs- og distributionsomkostninger		-1.266
Administrationsomkostninger		-480
Driftsoverskud fra salg før skat		174
Rapporteret skat	35	
Skattefordel	-16,2	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	5	
Skat på særlige poster	-65	-41,2
Driftsoverskud fra salg, efter skat		133
Andet driftsoverskud		
Tab ved salg af materielle aktiver	-40	
Andre driftsindtægter	60	
	20	
Skat herpå (22,5%)	-5	
Indtægter fra kapitalinteresser i associerede virksomheder, efter skat	8	
Restruktureringsomkostninger, efter skat (-250 + 65)	-185	-162
Driftsoverskud i alt		-29
Netto finansielle omkostninger, efter skat		
Finansielle indtægter	4	
Finansielle omkostninger	-76	
	-72	
Skattefordel (22,5 %)	16,2	
Urealiseret tab på kapitalandele disponible for salg, efter skat	-8	-64
Totalindkomst		-93

Opgave 3

Tilsvarende virksomheder inden for branchen handles til en trailing Enterprise Value / OI_0 på 16,8.

Du bedes vurdere, hvorvidt AS Garden er fair prisfastsat relativt til peers. AS Garden handles pt. til en P/B på 1,8

Først beregnes EV (MVE + NFO)

$$\text{MVE} = \text{P/B} \times \text{Bogført værdi af egenkapital} = 1,8 \times 3.484 = 6.271$$

$$\text{NFO (fremgår af den reformulerede balance)} = 1.255$$

$$\text{EV} = 7.526$$

Dernæst findes core OI for 2018, da der er tale om trailing.

Driftsoverskud i alt	-29
+ Restruktureringsomkostninger, efter skat	185
+ Tab ved salg af materielle aktiver, efter skat ($40 \times (1-0,225)$)	31
+ Usædvanligt tab på tilgodehavender, efter skat ($200 \times (1-0,225)$)	155
Core OI	342

Herefter fås:

$$7.526 / 342 = 22$$

Hermed kan det konkluderes, at AS Garden fremstår som relativt overvurderet i forhold til peers

Opgave 4

Du bedes foretage en simpel værdiansættelse (No-growth case) og beregne værdien per aktie. Driftens kapitalomkostninger (wacc) er estimeret til 6,0 pct. p.a.

Først beregnes det nuværende residualoverskud fra driften v.h.a følgende formel:

$$\text{ReOI}_{2018} = \text{Core OI}_{2018} - (\text{wacc} \times \text{NOA}_{2017})$$

$$= 342 - (0,06 \times 4.892) = 48,48$$

Dette residualoverskud antages, at være gældende for næste år (2019) samt i al evighed

Herefter findes værdien af egenkapital som:

$$V_{2018}^E = \text{CSE}_{2018} + \frac{\text{ReOI}_{2019}}{\text{wacc}}$$

$$= 3.484 + 48,48/0,06$$

$$= 4.292$$

Antal udstående aktier $80.000 - 3.000 = 77.000$

$$4.292 / 77 = 55,7$$

Bilag A

Resultatopgørelse		
<i>1.000 DKK</i>	2018	Note
Nettoomsætning	8.700	
Produktionsomkostninger	-6.780	
Bruttoresultat	1.920	
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.266	
Administrationsomkostninger	-480	
Andre driftsindtægter, netto	20	1
Primært resultat før særlige poster	194	
Særlige poster	-250	2
Resultat før finansielle poster	-56	
Indtægter fra kapitalinteresser i associerede virksomheder, efter skat	8	
Finansielle indtægter	4	
Finansielle omkostninger	-76	
Resultat før skat	-120	
Skat vedr. resultat ekskl. Særlige poster	-30	
Skat vedr. Særlige poster	65	
Skat af årets resultat	35	
Årets resultat	-85	
Totalindkomst		
Årets resultat	-85	
Urealiseret tab på kapitalandele disponible for salg, efter skat	-8	
Årets totalindkomst	-93	

Balance			
<i>1.000 DKK</i>		2018	2017
			Note
Goodwill		140	140
Varemærker		40	42
Immaterielle aktiver i alt		180	182
Grunde og bygninger		2.560	2.450
Driftsmateriel og inventar		950	930
Aktiver under udførsel		130	-
Materielle aktiver i alt		3.640	3.380
Kapitalinteresser i associerede virksomheder		40	30
Kapitandele disponible for salg		40	50
			3
Finansielle aktiver i alt		80	80
Langfristede aktiver i alt		3.900	3.642
Varebeholdninger		600	780
Tilgodehavender fra salg		880	960
Likvider		20	18
Kortfristede aktiver i alt		1.500	1.758
Aktiver i alt		5.400	5.400
<i>1.000 DKK</i>		2.018	2.017
			Note
Aktiekapital		800	800
Reserve for dagsværdireguleringer		4	10
Overført overskud		2.680	2.570
Egenkapital i alt		3.484	3.380
Udskudte skatteforpligtelser		70	34
Pensionsforpligtelser		35	32
Realkreditgæld		900	1.040
Bankgæld		325	330
Langfristede forpligtelser i alt		1.330	1.436
Realkreditgæld		48	170
Bankgæld		37	20
Leverandører af varer og tjenesteydelser		256	220
Skyldig selskabsskat		200	140
Anden gæld		45	34
			5
Kortfristede forpligtelser i alt		586	584
Forpligtelser i alt		1.916	2.020
Passiver i alt		5.400	5.400

Bilag B

Udvalgte noter		
<i>1.000 DKK</i>	2018	2017
Note 1: Andre driftsindtægter, netto		
Tab ved salg af materielle aktiver	-40	
Andre driftsindtægter	60	
I alt	20	
Note 2: Særlige poster		
Restruktureringsomkostninger	-250	
I alt	-250	
Note 3: Kapitalandele disponible for salg		
<i>Obligationsbeholdning</i>		
Dagsværdi per 1. jan.	50	0
Årets tilgang	0	46
Årets værdiregulering	-10	4
Dagsværdi per 31. dec.	40	50
Note 4: Aktiekapitalen		
Aktiekapitalen består af 80.000 stk. af nominelt 10 kr. per aktie.		
Den 31. december 2018 lå 3.000 stk. aktier i egenbeholdning.		
Note 5: Anden gæld		
Skyldig løn og feriepenge	20	18
Skyldig moms	20	16
Skydige renter	5	0
I alt	45	34

Bilag C

	2018	2017
Bruttoavanceprocent		22,00%
PM _{salg}		7,00%
PM _{andet OI}		1,00%
PM		8,00%
ATO		2,00
RNOA		16,00%

	2018	2017
Bruttoavanceprocent	22,07%	22,00%
PM _{salg}	1,53%	7,00%
PM _{andet OI}	-1,86%	1,00%
PM	-0,33%	8,00%
ATO	1,81	2,00
RNOA	-0,60%	16,00%

Bruttoavanceprocent = bruttoresultat/nettoomsætning = $1.920/8.700 = 22,07\%$

PM_{salg} = Driftsoverskud fra salg /nettoomsætning = $133/8.700 = 1,53\%$

PM_{andet OI} = Andet driftsoverskud/nettoomsætning = $-162/8.700 = -1,86\%$

ATO = Nettoomsætning/gns. nettodriftsaktiver = $8.700/4.816 = 1,81$

RNOA = Samlet driftsoverskud/gns. nettodriftsaktiver = $-29/4.816 = -0,60\%$