

Regnskabsanalyse og aktievurdering. Reeksamen august 2009.

Rettevejledningen er udarbejdet af ekstern lektor Ole Sørensen, Institut for Regnskab og Revision, CBS.

Opgave 1

Formålet med at reformulere de finansielle opgørelser er at klargøre disse til senere analysebrug.

Reformuleret egenkapitalopgørelser

	2008	2007
Saldo 1.1	615	540
<i>Nettodividende</i>		
Kontant kapitalindskud	160	40
Betalt udbytte	<u>-25</u>	<u>-40</u>
	135	0
<i>Totalindkomst</i>		
Årets resultat	166	75
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	<u>4</u>	<u>0</u>
	170	75
Saldo 31.12	920	615

Formålet med at reformulere egenkapitalopgørelsen er **at identificere totalindkomsten** til brug for beregning af egenkapitalforrentningen (ROCE) – se nedenfor.

Reformuleret balancer

<i>Mio. kr.</i>	2008	2007	2006
Software og it-systemer	12	8	6
Varemærkerettigheder	15	10	6
Grunde og bygninger	490	428	405
Driftsmateriel og inventar	345	330	300
Kapitalandele i associerede virksomheder	40	35	30
Finansielle aktiver disponible for salg	20	-	-
Varebeholdninger	260	203	210
Tilgodehavender fra salg	135	113	105
OA	1.317	1.127	1.062
Hensættelse til udskudt skat	21	14	9
Pensionsforpligtelser	8	6	5
Leverandørgæld	80	68	74
Skyldig selskabsskat	32	17	12
Anden gæld	11	8	9
NOA	1.165	1.014	953
Prioritetsgæld	138	150	160
Kreditinstitutter	176	262	262
Obligationsbeholdning	-62	-8	-6
Likvide beholdninger	-7	-5	-3
NFO	245	399	413
Egenkapital	920	615	540

Formålet med at reformulere balancen er at identificere 1) den investerede kapital (NOA – Net Operating Assets) samt 2) netto gældssætningen (NFO – Net Financial Obligations) til brug for senere beregninger.

Kommentarer:

De finansielle aktiver (FA), der dækker over midlertidig placering af overskydende likviditet udgøres af såvel 'obligationsbeholdningen' som 'likvide beholdninger'. Det bør trække ned såfremt posten 'Finansielle aktiver disponible for salg' klassificeres som et finansielt aktiv, idet der jf. opgaveteksten er tale om en 'strategisk investering', der bør behandles som en driftsaktiv (OA). Posten 'Kapitalandele i associerede virksomheder' er ligeledes et driftsaktiv (investering i en anden virksomheds drift). De finansielle forpligtelser (FO) udgøres af 'Prioritetsgæld' samt 'Kreditinstitutter'. De øvrige forpligtelser er driftsforpligtelser.

Reformuleret resultatopgørelser

	2008		2007	
Nettoomsætning		4.270,0		3.940,0
Vareforbrug		3.005,0		2.850,0
Bruttoresultat		1.265,0		1.090,0
Personaleomkostninger	861,0		828,0	
Af- og nedskrivninger	171,0		138,0	
Andre eksterne omkostninger	4,0	1.036,0	6,0	972,0
Driftsoverskud fra salg før skat		229,0		118,0
Skat af årets resultat	54,0		29,0	
Skattefordel	4,0		6,0	
Skat på 'andet driftsoverskud'	-0,5	57,5	-0,8	34,2
Driftsoverskud fra salg efter skat		171,5		83,8
Andet driftsoverskud				
Andre gevinster og tab	2,0		3,0	
Skat herpå (2008:25% ; 2007:28%)	0,5		0,8	
	1,5		2,2	
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat	4,0		3,0	
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	4,0	9,5	-	5,2
Samlet driftsoverskud		181,0		89,0
Finansielle omkostninger	18,0		21,0	
Finansielle indtægter	3,0		1,0	
Netto finansielle omkostninger før skat	15,0		20,0	
Skattefordel (2008:25% ; 2007:28%)	3,8		5,6	
Netto finansielle omkostninger efter skat		11,3		14,4
Totalindkomst		169,8		74,6

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen er at opstille den på totalindkomstbases samt at udskille overskud fra henholdsvis drifts- og finansieringsaktivitet til brug for senere beregninger.

Kommentarer:

Det ses, at resultatopgørelsen er opstillet på totalindkomstbasis ved at medtage ikke-resultatførte poster ('Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg') fra egenkapitalopgørelsen.

Totalindkomsten er opdelt i hhv. driftsoverskud og nettofinansielle omkostninger, og der er foretaget en allokering af skatteomkostningen.

Ovenfor er der driftsoverskuddet opdelt i henholdsvis 'driftsoverskud fra salg' og 'andet driftsoverskud'. Den fremragende præstation har foretaget et sådan opdeling af driftsoverskuddet, men der lægges i opgaveteksten ikke op til denne opdeling af driftsoverskuddet.

Opdelingen sikrer et 'rent, mål for den primære aktivitet gennem alene at fratrække omkostninger, der er medgået til skabelse af periodens salg.

Bemærk, at såvel 'Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder' som 'Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg' er en del af (andet) driftsoverskuddet. Dette hænger sammen med, at disse poster i den reformulerede balance blev klassificeret som driftsaktiver (jf. diskussion overfor). Ligeledes er 'Andre gevinster og tab' en del af andet driftsoverskud, da A/S Clothes ikke er i 'markedet' for at handle med anlægsaktiver.

Bemærk, at der ikke skal beregnes skat af posten 'Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg', idet en evt. skat herpå ville have været ført direkte på egenkapitalopgørelsen ('skat af egenkapitalbevægelser').

Beregning af nøgletal.

	2008	2007
Gns CSE	768	578
Gns NOA	1.090	984
Gns NFO	322	406
Nettooms	4.270	3.940
Samlet driftsoverskud	181	89
Netto finansielle omkostninger	11	14,4
Totalindkomst	<u>170</u>	<u>75</u>

$$\text{ROCE} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. CSE}}$$

$$\text{RNOA} = \frac{\text{Driftsoverkud}}{\text{Gns. NOA}}$$

$$\text{FLEV} = \frac{\text{Gns. NFO}}{\text{Gns. CSE}}$$

$$\text{NBC} = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gns. NFO}}$$

$$\text{SPREAD} = (\text{RNOA} - \text{NBC})$$

$$\text{PM} = \frac{\text{Driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{ATO} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NOA}}$$

	2007	2006
ROCE	22,2%	13,0%
RNOA	16,6%	9,1%
FLEV	0,420	0,703
NBC	3,5%	3,5%
SPREAD	13,2%	5,6%
PM	4,2%	2,3%
ATO	3,919	4,006

Der gælder:

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

$$\text{idet PM} \times \text{ATO} = \text{RNOA}$$

Kommentarer:

Egenkapitalforrentningen (ROCE) er steget fra 13,0% til 22,2%. Årsagen hertil er en stigning i afkastet på driften (RNOA) fra 9,1% til 16,6%. Denne stigning har ligeledes øget SPREADET, idet de gennemsnitlige låneomkostninger (NBC) er uforandret. Stigningen i SPREADET udnyttes dog ikke fuldt ud, idet den finansielle gearing (FLEV) er faldet fra 0,703 til 0,420. Med hensyn til stigningen i RNOA skyldes den en stigning i overskudsgraden (PM) fra 2,3% til 4,2%, da omsætningshastigheden (ATO) er uforandret. Set med de store briller skyldes stigningen i ROCE en stigning i PM.

Opgave 2.

Estimering af driftens kapitalomkostninger (wacc):

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

Hvor

MVE: Markedsværdi af egenkapitalen

NFO: Markedsværdi af netto rentebærende gæld

ρ_E : Egenkapitalomkostninger (ejernes afkastkrav)

ρ_D **Efter-skat** gældsomkostninger

MVE beregnes ud fra den opgivne pris-over-bogført værdi: $P/B \times CSE = 1,90 \times 920 = 1.748$

NFO er lig den bogførte værdi = 245

ρ_E beregnes som $R_f + \text{beta} \times \text{markedets risikopræmie} = 5,5 + (1,1 \times 5\%) = 11,0\%$

ρ_D er opgivet til 6%

indsat i formelen giver:

$$wacc = \frac{1.748}{1.748 + 245} \bullet 11,0\% + \frac{245}{1.748 + 245} \bullet 6\% = 9,65\% + 0,74\% = 10,39\% \text{ (afrundet)}$$

Beregning er den nuværende residualindkomst fra driften (ReOI₂₀₀₈)

$$ReOI_{2008} = \text{Permanent driftsoverskud (Core OI)}_{2008} - (wacc \times NOA_{2007})$$

Dette ligger op til, at den studerende **skal identificere det permanente driftsoverskud for 2008** ved at se bort fra usædvanlige (ikke-permanente) poster, som ikke antages at være tilbageværende eller er et resultat af mark-to-market.

DRIFTSOVERSKUD FRA SALG FØR KORREKTIONER		231
<i>Korrektion for usædvanlige poster</i>		
Varelagernedskrivning		4
Andre gevinster og tab		-2
		<hr/>
Core OI fra salg før skat		233
Rapporteret skatteomkostning	54	
Skattefordel	4	
Skat på usædvanlige poster	0,5	58,5
	<hr/>	<hr/>
Core OI fra salg efter skat		174,5
 Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat		 4
		<hr/>
CORE OI		178,5
 Varelagernedskrivning	-4	
Andre gevinster og tab	2	
	<hr/>	
	-2	
Skat herpå	0,5	
	<hr/>	
	-1,5	
Urealiseret gevinst på finansielle aktiver disponible for salg	4	
Uisædvalige poster efter skat		2,5
		<hr/>
Totalindkomst fra driften		181,0
		<hr/>

Som det ses udgør det permanente overskud fra driften 178,5 (tillad afrunding)

Indsat fås:

$$178,5 - (0,1039 \times 1.014) = 73,1 \text{ (tillad afrunding)}$$

Værdi per aktie:

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

$$V_{2008}^E = CSE_{2008} + \frac{\text{ReOI}_{2008}}{\text{wacc}}$$

$$= 920 + \frac{73,1}{0,1039}$$

$$= 1.624 \text{ (tillad afrunding)}$$

$$\text{Værdi per aktie } 1.624 / 17 = 96$$

Opgave 3:

a)

$$\text{Enterprise Value udgør} = V_{2008}^E + \text{NFO}_{2008} = 1.624 + 245 = 1.869$$

$$\text{Dette giver: } 1.869/200 = 9,35$$

Konklusion: A/S Clothes bør handles til en Enterprise forward P/E på 9,35, hvilket er væsentlig lavere end de sammenlignelige virksomheder.

b)

$$V_{2008}^E = (15 \times \text{OI}_{2009}) - \text{NFO}_{2008}$$

$$= (15 \times 200) - 245$$

$$= 3.000 - 245 = 2.755 \text{ eller } 162 \text{ per aktie}$$

Hvilket er væsentlig over niveauet på 1.624 (eller 96 per aktie) som fundet ovenfor.

