

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2018

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Reeksamen

20. august 2018

(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 kildehenvise, så det ser ud som om det er din egen tekst
- Bruger andres idéer eller tanker uden at kildehenvise, 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 med beskedne usædvanlige overskud bør handles til lave trailing P/E-værdier. ENIG eller UENIG?

Uenig. Midlertidige lave overskud forventes at stige, hvorfor de bør handles til høje trailing P/E-værdier.

2. Virksomheder med en lav overskudsgrad (PM) vil altid opleve en relativ lav RNOA. ENIG eller UENIG?

Uenig. En lav PM kan kompenseres af en høj ATO ($RNOA = PM \times ATO$)

3. Når overskudsgraden (PM) er lavere end driftens kapitalomkostninger (wacc) nedbrydes der værdi. ENIG eller UENIG?

Uenig. Når RNOA er lavere end wacc nedbrydes der værdi.

4. Virksomheder, der holder netto finansielle aktiver (NFA) vil typisk opleve, at ejernes afkastkrav er lavere end driftens kapitalomkostninger (wacc). ENIG eller UENIG?

Enig. Ejernes afkastkrav er et vægtet gennemsnit af afkastkravet på drifts- og finansieringsaktiviteterne. Da afkastet (og risikoen) typisk er lavere på finansielle aktiver end på driften vægter dette ned, hvorfor $wacc > r_e$.

5. I en virksomhed med et ejerafkastkrav på 10 pct. er den normale trailing P/E værdi 10. ENIG eller UENIG?

Uenig. Den normale Trailing P/E værdi beregnes som $1,10/0,10 = 11$

Opgave 2

Din chef har bedt dig om at bistå med beregning af en række finansielle nøgletal og efterfølgende værdiansættelse af e-Bike A/S, der producerer og forhandler el-cykler.

Efter en årrække med kraftig vækst i salget oplevede virksomheden i 2017 en faldende efterspørgsel efter dens produkter. Dette afstedkom en større restruktureringsproces, der ifølge ledelsen forventes afsluttet ved udgangen af 2018. Konkret var der tale om nedlukning af produktlinjer, genforhandling af kontrakter med underleverandører samt afskedigelse af ansatte. I tillæg hertil nedskrev selskabet koncerngoodwill med 50 mio. kr. [Nedskrivningen er ikke skattemæssigt fradragsberettiget].

I starten af 2017 erhvervede virksomheden en 14 procents ejerandel i A/S Hellas, der producerer batterier. Ledelsen anses investeringen som en 'strategisk investering', idet den forventer en stor vækst inden for 3. generations lithiumbatterier.

Selskabsskatteprocenten er 25%

Rapporteret balancer, totalindkomstopgørelse samt udvalgte noter for 2017 er vist i **bilag A** [samt i medfølgende regneark]. Virksomheden rapporterer ikke en egenkapitalopgørelse.

a.

Du bedes reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug.

I **bilag b** [samt i medfølgende regneark] er beregnet en række udvalgte nøgletal for 2016.

b.

Du bedes beregne de tilsvarende nøgletal for 2017 og kort give en verbal forklaring på ændringen i egenkapitalforrentningen (ROCE).

Bilag a

Balance			
<i>Mio. kr.</i>	2017	2016	Note
Koncerngoodwill	50	100	
Varemærker	40	30	
Immaterielle anlægsaktiver i alt	90	130	
Grunde og bygninger	420	410	
Tekniske anlæg og maskiner	340	310	
Materielle anlægsaktiver i alt	760	720	
Værdipapirer disponible for salg	70	40	1
Udskudt skatteaktiver	20	20	
Finansielle anlægsaktiver i alt	90	60	
Langfristede aktiver i alt	940	910	
Varebeholdninger	30	20	
Tilgodehavender fra salg	20	10	
Likvide beholdninger	10	10	
Kortfristede aktiver i alt	60	40	
Aktiver i alt	1000	950	
Selskabskapital	80	80	2
Overført overskud	280	270	
Andre reserver	10	20	
Egenkapital i alt	370	370	
Garantiforpligtelser	30	20	
Udskudt skattepassiver	80	70	
Prioritetsgæld	330	360	
Bankgæld	80	60	
Langfristede forpligtelser i alt	520	510	
Prioritetsgæld	30	20	
Bankgæld	20	10	
Leverandørgæld	40	20	
Anden gæld	20	20	3
Kortfristede forpligtelser	110	70	
Forpligtelser i alt	630	580	
Passiver i alt	1000	950	

Resultatopgørelse		
<i>Mio. kr.</i>	2017	Note
Nettoomsætning	840	
Produktionsomkostninger	-540	
Bruttofortjeneste	300	
Salgs- og distributionsomkostninger	-40	
Administrationsomkostninger	-30	
Ordinært resultat før særlige poster	230	
Særlige poster	-130	4
Ordinært resultat før finansielle poster	100	
Finansielle poster, netto	-40	
Resultat før skat	60	
Skat af årets resultat	-20	
Årets resultat	40	
Totalindkomstopgørelse		
Årets resultat	40	
Anden totalindkomst		
Dagsværdiregulering af værdipapirer disponible for salg, efter skat	10	
Totalindkomst	50	

Udvalgte Noter		
<i>Mio. kr.</i>	2017	2016
1. Værdipapirer disponible for salg		
<i>Obligationsbeholdning</i>		
Dagsværdi per 1. jan.	40	30
Årets tilgang	0	0
Årets værdiregulering	10	10
Dagsværdi 31. dec.	50	40
<i>Obligationsbeholdningen består primært af danske statsobligationer</i>		
<i>Kapitalandele</i>		
Dagsværdi per 1. jan.	0	
Årets tilgang	20	
Årets værdiregulering	0	
Dagsværdi 31. dec.	20	
<i>Kapitalandele består udelukkende af en 14 pct.'s ejerandel i A/S Hellas</i>		
Værdipapirer disponible for salg i alt	70	40
2. Selskabskapital		
<i>Aktiekapitalen består af 8 mio. antal aktier af nom. 10 kr.</i>		
<i>Per 31. dec. 2017 lå 500.000 aktier i egenbeholdning</i>		
3. Anden gæld		
<i>Posten dækker primært over gæld</i>		
<i>til det offentlige: skyldig skat, moms mm.</i>		
4. Særlige poster		
Restruktureringsomkostninger	-80	
Nedskrivning på koncerngoodwill	-50	
Særlige poster i alt	-130	

Bilag b

	2017	2016
ROCE		10,0%
RNOA		7,4%
FLEV		1,08
NBC		5,0%
RNOA		7,4%
PM		6,8%
ATO		1,091

Hvor

ROCE = totalindkomst / gns. egenkapital

RNOA = samlet driftsoverskud / gns NAO

FLEV = Gns. NFO / gns EK

NBC = Netto finansielle omkostninger / gns, NFO

PM = samlet driftsoverskud / nettoomsætning

ATO = nettoomsætning / gns. NOA

	2017	2016
ROCE	13,5%	10,0%
RNOA	9,1%	7,4%
FLEV	1,08	1,08
NBC	5,0%	5,0%
RNOA	9,1%	7,4%
PM	8,3%	6,8%
ATO	1,091	1,091

ROCE er steget fra 10.0% til 13,5%. Denne stigning skyldes en stigning i RNOA, der er steget fra 7,4% til 9,1%. Årsagen til stigningen i RNOA skal findes i en forbedret overskudsgrad, da ATO er konstant.

Opgave 3

En af dine kolleger har udarbejdet nedenstående budgetforudsætninger. Du bedes opstille proforma opgørelser og konvertere disse til en værdiansættelse af egenkapitalen per aktie ved brug af ReOI-modellen. Sidste år i den eksplicitte budgetperiode er år 2021. Den langsigtede vækstrate i terminalperioden er 3,0 pct.

Driftens kapitalomkostninger (wacc) er estimeret til 7,0 pct.

	Budgetperiode				Terminal
	2018E	2019E	2020E	2021E	-periode
Salgsvækstrate	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%
PM _{salg} (før skat)	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%
Effektiv skatteprocent	20%	20%	20%	20%	20%
Andet driftsoverskud, efter skat	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
1/ATO	0,910	0,910	0,910	0,910	0,910

Først opstilles proforma opgørelser:

Resultatopgørelse	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsætning	840	890	935	972	1001	1032
Driftsoverskud fra salg, før skat		80	84	88	80	83
Skat		16	17	18	16	17
Driftsoverskud fra salg, efter skat		64	67	70	64	66
Andet driftsoverskud (efter skat) i pct. af salget		4	5	5	5	5
Samlet driftsoverskud (OI)		69	72	75	69	71
Balance						
NOA - Primo		770	851	885	911	939

Herefter konverteres til en værdiansættelse:

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ReOI (@ 7,0%)	14,7	12,4	12,9	5,3	5,5
df (1,07) ^t	1,070	1,145	1,225	1,311	
PV ReOI	13,7	10,9	10,6	4,0	
Sum af PV ReOI 2018-2021	39,2				
TV				136,7	
PV TV	104,3				
EV	913,4				
NFO	400				
V ^c	513,4				
Antal udstående aktiver (8 - 0,5) = 7,5	7,5				
Værdi per aktie	68,5				
TV = 5,5/(0,07-0,03)					

Opgave 4

Tilsvarende virksomheder handles til en pt. til en trailing EV/OI₂₀₁₇ på 7 gange.

Vurdér, hvorvidt e-Bike A/S er relativt over-eller undervurderet i forhold til peers.

EV fremkommer i opgave 3: 913,4

Core OI (da der er tale om trailing OI) = driftsoverskud fra salg, efter skat 180,0

Hvilket giver $913,4/180,0 \approx 5,1$

På denne baggrund vurderes, at e-Bike A/S er relativt undervurderet i forhold til peers.