

## Eksamen på Økonomistudiet sommer 2020

### Regnskabsanalyse og aktievurdering

Dato (fra og til samt tidspunkt)

**Besvarelsen uploades på Digital Eksamen som én pdf.fil (inkl. bilag) navngivet udelukkende med eksamensnummeret, f.eks. 12.pdf eller 127.pdf**

**Dette eksamenssæt består af x sider incl denne forside. Et regneark indgår som en del af eksamenssættet, men dette rettes ikke kun den uploadede endelige pdf.fil.**

Denne eksamen er ændret fra at foregå på Peter Bangsvej til at foregå hjemme med hjælpemidler. Vi gør opmærksom på, at enhver kommunikation på tale eller på skrift med andre incl. medstuderende om opgaven under eksamen vil blive betragtet som eksamenssnyd og blive indberettet. Ligeledes er det eksamenssnyd at stille sin besvarelse til rådighed for andre under eksamen.

#### **Pas på at du ikke begår eksamenssnyd!**

Det er fx eksamenssnyd, hvis du ...

- 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 om det er din egen idé eller dine tanker
- Genbruger dele af en opgave, som du tidligere har indleveret og fået en bestå karakter for uden at sætte citationstegn eller kildehenvise (selvplagiering)
- Modtager hjælp fra andre i strid med de regler, som er fastsat i rammestudieordningens afs. 4.12 om samarbejde/sparring

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

**Eksamenssnyd sanktioneres altid med en advarsel og bortvisning fra prøven. I de fleste tilfælde bliver den studerende også bortvist fra universitetet i et semester.**

## Opgave 1 (20%)

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. Såfremt væksten i overskud per aktie (EPS) er højere end ejernes afkastkrav ( $r_e$ ) indikerer dette, at der skabes vækst i residualoversskud (AEG). ENIG eller UENIG?

**UENIG. Det er kun når vækst i cum-dividend earnings er højere end  $r_e$ , at der skabes AEG og dermed vækst i RE.**

2. Virksomheder inden for dagligvarebranchen har typisk lave overskudsgrader (PM) og høje omsætningshastigheder (ATO). ENIG eller UENIG?

**ENIG. Lave adgangsbarrierer samt de fuldkommen konkurrencelignede forhold inden for dagligvarebranchen gør, at den arbejder med lave avancer/overskudsgrader, men omsætter til gengæld aktiverne (primært varelagret) mange gange.**

3. I et simpelt 'Growth-forecast' antages det, at vækst i investeringer ( $\Delta NOA$ ) ikke kan skabe residualoverskud fra driften (ReOI). ENIG eller UENIG?

**UENIG. Det er i et 'No-Growth-forecast', at vækst i NOA kun forudsættes at afkaste kapitalomkostninger (wacc) og dermed ikke skabe ReOI.**

4. En analytiker forventer, at næste års overskud per aktie (forward EPS) for en virksomhed vil blive 10 kr. samt ingen vækst i residualoverskud (RE). Han finder, at den fundamentale værdi per aktie er 200. Dette implicerer, at ejernes afkastkrav ( $r_e$ ) er 5 pct. ENIG eller UENIG?

**ENIG. Da vækst i RE = 0 implicerer det, at AEG = 0.**

$$V^E = 1/r_e \times [EPS_0 + 0] = 200 = 1/r_e \times [10] \Rightarrow r_e = 5\%$$

5. En virksomhed med en RNOA på 10%, NBC på 2% og en finansiell gearing (FLEV) på 0,5, har en egenkapitalforrentning (ROCE) på 14%. ENIG eller UENIG?

**ENIG.  $10\% + [0,5 \times (10\% - 2\%)] = 14\%$**

## Opgave 2

Du er fornylig blevet ansat som virksomhedsanalytiker i et mellemstort dansk børsrådgiverfirma og en af dine første opgaver består i at assistere din afdelingsleder med en nøgletalsanalyse og efterfølgende værdiansættelse af A/S Window.

A/S Window har specialiseret sig i produktion og salg af energimærkede vinduer. I 2019 oplevede virksomheden en øget konkurrence samt et voldsomt prispres fra dens konkurrenter. Dette resulterede i en række ekstra ordinære nedskrivninger på varelagre samt varemærker. I tillæg hertil foretog virksomheden en nedskrivning på koncerngoodwill med 6.000 tkr. [**NB** nedskrivning på koncerngoodwill er ikke skattemæssigt fradragsberettiget].

Din leder har sendt dig totalindkomstopgørelsen for 2019 tillige med balancer for 2018 og 2019 samt udvalgte noter (Se **Appendix 1** i regneark).

**a**

Du bedes reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug og beregne følgende nøgletal:

ROCE

FLEV

RNOA

PM

ATO

*I reformuleringen af balancen skal du se bort fra problemstillingen med at afsætte driftslikviditet. I de nøgletal hvori, der indgår balanceværdier bedes du anvende et gennemsnit af primo- og ultimoværdier. Selskabsskatteprocenten er 22,5 pct.*

## Reformuleret balance

1.000 kr.	2019	2018	Gns
Aktiver i alt	32.650	37.280	
- Likvide beholdninger	1.200	1.000	
= Driftsaktiver	31.450	36.280	
- Pensionsforpligtelser	850	910	
- Udskudte skatteforpligtelser	380	420	
- Leverandørgæld	4.450	3.800	
- Anden gæld*	240	300	
<b>= Netto driftsaktiver (NOA)</b>	<b>25.530</b>	<b>30.850</b>	<b>28.190</b>
Realkreditlån (langfristet)	4.300	4.400	
Bankgæld (langfristet)	1.200	1.350	
Realkreditlån (kortfristet)	850	780	
Bankgæld (kortfristet)	280	200	
Skyldige renter	100	120	
- Likvide beholdninger	1.200	1.000	
<b>= Netto finansielle forpligtelser (NFO)</b>	<b>5.530</b>	<b>5.850</b>	
<b>Egenkapital (CSE)</b>	<b>20.000</b>	<b>25.000</b>	<b>22.500</b>

Kommentarer:

'Likvide beholdninger' er eneste finansielle aktiv.

'Skyldige renter' under 'Anden gæld' er en del af netto finansielle forpligtelser (NFO)

## Reformuleret resultatopgørelse

1.000 Kr.		2019
Nettoomsætning		25.000
Produktionsomkostninger	-	22.500
<b>Bruttofortjeneste</b>		<b>2.500</b>
Salgs- og distributionsomkostninger	-	800
Administrationsomkostninger	-	200
<b>Driftsoverskud fra salg, før skat</b>		<b>1.500</b>
Skat af årets resultat	1500	
Skattefordel på gæld	-371	
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-450	679
<b>Driftsoverskud fra salg, efter skat</b>		<b>2.179</b>
<b>Andet driftsoverskud</b>		
Neskrivning på varelagre	-1200	
Nedskrivning på varemærker	-800	
	-2000	
<b>Skat herpå (@22,5 pct.)</b>	450	
	-1550	
Nedskrivning på koncerngoodwill	-6000	
Indtægter fra associerede selskaber, efter skat	1100	
Valutakursregulering vedr. udenlandske enheder, efter skat	50	<b>-6400</b>
<b>Samlet driftsoverskud</b>		<b>-4221</b>
Finansielle indtægter	50	
Finansielle omkostninger	- 1.700	
<b>Netto finansielle omkostninger</b>	- 1.650	
Skattefordel (@22,5 pct.)	371	- 1.279
<b>Totalindkomst</b>		<b>- 5.500</b>

Kommentarer:

Alle nedskrivningerne er den del af 'Andet driftsoverskud' tillige med 'Indtægter fra kapitalinteresser fra associerede selskaber' samt 'Valutakursregulering vedr. udenlandske selskaber'.

ROCE	= Totalindkomst / gns. Egenkapital	= -5.500 / 22.500 = -24,4%
FLEV	= Gns. NFO / gns. Egenkapital	= 5.690 / 22.500 = 0.253
RNOA	= Samlet driftsoverskud / gns. NOA	= -4.221 / 28.190 = -15,0%
PM	= Samlet driftsoverskud / nettoomsætning	= -4.221 / 25.000 = - 16,9%
ATO	= Nettoomsætning / gns. NOA	= 25.000 / 28.190 = 0.889

### Opgave 3

En af dine kolleger har analyseret markedet for nybyggeri samt vedligeholdelse, og har udarbejdet nedenstående budgetforudsætninger for A/S Window (Se **Appendix 2** i regneark):

							Terminal-
		Budgetperiode					periode
Value driver		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salgsvækstrate		-6%	-4%	0%	1%	2%	2%
PMsalg (før skat)		-5%	0%	4%	5%	5%	5%
Effektiv skatteprocent		22,5%	22,5%	24%	24%	24%	24%
Andet driftsoverskud i procent af salg, efter skat		4%	4%	4%	4%	4%	4%
1/ATO		i.r.	0,88	0,9	0,95	0,95	0,95

Driftens kapitalomkostninger (wacc) er estimeret til 7 pct., og væksten i terminalperioden er estimeret til 2 pct.

Du bedes opstille proforma regnskaber og beregne værdien per aktie ved brug af DCF-modellen.

Hvad er dit estimat over værdien per aktie?

## Opgave 4

Konkurrerende virksomheder inden for branchen handles pt. til en trailing EV/OI<sub>0</sub> på 6 gange.

På balancedagen 31. december 2019 blev aktierne i A/S Window handlet til kurs 400 kr. per aktie.

Redegør for, hvorvidt du vurderer A/S Window er fair prisfastsat relativt til peers.

### Beregning af EV

Markedsværdi af egenkapital + markedsværdi af netto finansielle forpligtelser (NFO<sub>0</sub>)

Antal udstående aktier x kurs per aktie + (NFO<sub>0</sub>)

$$[(50-4) \times 400] + 5.530 = 18.400 + 5.530 = \mathbf{23.930}$$

### Fastlæggelse af OI<sub>0</sub>

Da der er tale om trailing OI er det indeværende års driftsoverskud, der skal anvendes. Dog gælder, at der skal være tale om **core OI<sub>0</sub>**, da det anvendes som prediktor.

Dette kan beregnes som:

	Driftsoverskud fra salg, efter skat	2.179
+	Indtægter fra kapitalinteresser fra associerede selskaber	<u>1.100</u>
=	<b>Core OI<sub>0</sub></b>	<b>3.279</b>

Alternativ beregning:

	Samlet driftsoverskud	-4.221
-	Valutakursregulering vedr udenlandske selskaber, efter skat	50
+	Nedskrivning på koncerngoodwill	6.000
+	Nedskrivning på varelagre og varemærker, efter skat	<u>1.550</u>
=	<b>Core OI<sub>0</sub></b>	<b>3.279</b>

### Beregning af EV/OI<sub>0</sub>

$$23.930/3.270 = \mathbf{7,3}$$

Da de 7,3 ligger over de 6 er det rimeligt at konkludere, at A/S Window er overvurderet relativt til peers.