

Eksamen på Økonomistudiet 2009-II-R

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

19. august 2009

(4-timers prøve med hjælpemidler)

Opgave 1

Du er netop blevet ansat som aktieanalysemedarbejder i en mellemstor dansk investeringsbank. En af dine første opgaver består i at assistere din chef med en analyse og efterfølgende værdiansættelse af den børsnoterede virksomhed A/S Clothes. Virksomheden, der har hovedsæde i Hornbæk, designer, producerer og sælger moderigtigt tøj til 'storbykvinden' på et meget konkurrencepræget marked. I starten af 2008 købte virksomheden en 8% ejerandel i et fremstormende designerhus (A/S Trendy), der har specialiseret sig inden for design af accessories (tørklæder, smykker etc.).

I **bilag 1** er vist egenkapitalopgørelser og resultatopgørelser for 2007 og 2008 tillige med balancer for 2006-2008. Endvidere er vist udvalgte noter. Selskabsskatteprocenten var 25% i 2008 (28% i 2007).

Som optakt til beregning af nedenstående nøgletal bør du indledningsvist reformulere de finansielle opgørelser til analysebrug.

For årene 2007 og 2008 bedes du beregnes følgende nøgletal (brug gennemsnit af balanceværdier):

- a. ROCE
- b. RNOA
- c. FLEV
- d. NBC
- e. SPREAD
- f. PM
- g. ATO

Redegør kort for udviklingen i egenkapitalforrentningen (ROCE) gennem en dekomponeret analyse.

Opgave 2

Virksomhedens handles pt. til en pris-over-bogført værdi (P/B) på 1,90 på baggrund af 17 mio. udstående aktier. Din chef beder dig estimere værdien pr. aktie ud fra det scenarie, at virksomheden kan opretholde det nuværende residualoverskud fra driften (ReOI_{2008}) i al evighed (**SF2** forecast). En af dine kolleger har været behjælpelig med at forsyne dig med en række oplysninger til brug for estimering af driftens kapitalkrav (wacc):

Risikofri rente (R_f)	5,5%
Beta	1,1
Markedets risikopræmie	5,0%
Efter-skat gældsomkostninger	6,0%

Hvad er værdiestimatet pr. aktie ud fra dette scenarie?

Opgave 3

Din chef forventer, at det samlede driftsoverskud (efter-skat) i 2009 vil beløbe sig til ca. 200 mio. kr. Sammenlignelige virksomheder inden for samme branche som A/S Clothes handles pt. til forward Enterprise P/E ($\text{Enterprise Value}_{2008} / \text{OI}_{2009}$) på 15. Din chef er lidt usikker på, om dette er det rette niveau at handle Clothes på. Hun har derfor specifikt bedt dig om at svare på følgende spørgsmål:

- a. Bør Clothes handles til en forward Enterprise P/E multipl på 15 svarende til niveauet for sammenlignelige virksomheder?
- b. Hvad er værdien af Clothes's egenkapital med udgangspunkt i en forward Enterprise P/E multipl på 15?

Bilag 1 *(fortsættes)*

Egenkapitalopgørelse

<i>Mio. kr.</i>	Selskabs- kapital	Andre reserver	Overført overskud	Foreslået udbytte	Egenkapital i alt
Saldo 31.12 2006	120	0	380	40	540
Kapitalindskud	10		30		40
Betalt udbytte				-40	-40
Årets resultat			50	25	75
Saldo 31.12 2007	130	0	460	25	615
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg		4			4
Årets resultat			140	26	166
Kapitalindskud	40		120		160
Betalt udbytte				-25	-25
Saldo 31.12 2008	170	4	720	26	920

Resultatopgørelser

<i>Mio. kr.</i>	2008	2007
Nettoomsætning	4.270	3.940
Varreforbrug	3.005	2.850
Bruttoresultat	1.265	1.090
Personaleomkostninger	861	828
Af- og nedskrivninger	171	138
Andre eksterne omkostninger	4	6
Andre gevinster og tab	2	3
Resultat af primær drift	231	121
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder, efter skat	4	3
Finansielle indtægter	3	1
Finansielle omkostninger	18	21
Resultat før skat	220	104
Skat af årets resultat	54	29
Årets resultat	166	75

Bilag 1 *(fortsat)*

Balancer

<i>Mio. kr.</i>	2008	2007	2006
AKTIVER			
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		
Obligationsbeholdning	62	8	6
Langfristede aktiver	984	819	753
Varebeholdninger	260	203	210
Tilgodehavender fra salg	135	113	105
Likvide beholdninger	7	5	3
Kortfristede aktiver	402	321	318
AKTIVER I ALT	1.386	1.140	1.071

<i>Mio. kr.</i>	2008	2007	2006
PASSIVER			
Egenkapital	920	615	540
Hensættelse til udskudt skat	21	14	9
Pensionsforpligtelser	8	6	5
Prioritetsgæld	122	138	150
Kreditinstitutter	164	244	252
Langfristede forpligtelser	315	402	416
Prioritetsgæld	16	12	10
Kreditinstitutter	12	18	10
Leverandørgæld	80	68	74
Skyldig selskabsskat	32	17	12
Anden gæld	11	8	9
Kortfristede forpligtelser	151	123	115
Forpligtelser i alt	466	525	531
PASSIVER I ALT	1.386	1.140	1.071

Bilag 1*(fortsat)*

Andre eksterne omkostninger	2008	2007
Revisionshonorar	3	3
Andre honorarer	1	3
	4	6

Andre gevinster og tab	2008	2007
Fortjeneste/tab ved salg af im- og materielle aktiver	2	3

Varebeholdninger	2008	2007	2006
Varebeholdninger før nedskrivninger	272	203	210
Nedskrivninger 1/1	0	0	0
Ændring i året	-12	0	0
Nedskrivninger 31/12	-12	0	0
Varebeholdninger 31/12	260	203	210

Kapitalandele i associerede virksomheder	2008	2007	2006
Anskaffelsessum:			
Akkumuleret pr. 1. januar	30	28	28
Årets tilgang	1	2	0
Årets afgang	0	0	0
Akkumuleret pr 31. december	31	30	28

Reguleringer:			
Akkumuleret pr. 1. januar	5	2	1
Resultat efter skat	4	3	1
Udbytte	0	0	0
Akkumuleret pr 31. december	9	5	2
Regnskabsmæssig værdi pr. 31. december	40	35	30

Virksomheden har en 32% ejerandel i A/S ProColor, der er er faveri.

Finansielle aktiver disponible for salg	2008	2007	2006
Dagsværdi pr. 1. januar	0		
Årets tilgang (kostpris)	16		
Årets dagsværdiregulering	4		
Afgang	0		
Dagsværdi pr. 31. december	20		

Primo år 2008 købte virksomheden en 8% ejerandel i A/S Trendy.