

Eksamen på Økonomistudiet sommer 2020

**Regnskabsanalyse og aktievurdering**

Ordinær eksamen

13. juni 2020

(3-timers prøve med hjælpemidler)

## Opgave 1 (x%)

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. Betragt to virksomheder, der holder samme beløb for netto driftsaktiver (NOA). Den virksomhed med den højest forventede RNOA vil have den højeste virksomhedsværdi (Enterprise Value). ENIG eller UENIG?  
***UENIG.** Andre faktorer såsom driftsmæssig risiko ( $wacc$ ) samt den langsigtede vækstrate spiller ind.*
2. I tilfælde af, at en virksomhed i et givent år forøger dens udgifter til forskning og udvikling i procent af salget vil dette – *alt andet lige* - lede til en forværret egenkapitalforrentning (ROCE) samt et fald i værdien per aktie. ENIG eller UENIG.  
*Den først del af udsagnet er korrekt, idet de øgede udgifter vil lede til et mindre nettooverskud og dermed ROCE. Den anden del af udsagnet er mere diffus. Et kan sagtens tænkes, at aktiemarkeder reagerer positivt på, at virksomheder afholder flere penge på F&U.*
3. I et simpelt 'No-Growth' forecast antages det, at vækst i investeringer ( $\Delta NOA$ ) kan skabe residualoverskud fra driften (ReOI). ENIG eller UENIG?  
***Uenig.** Vækst antages kun at afkaste kapitalomkostningerne, hvorfor det ikke skaber residualoverskud.*
4. Når overskudsgraden (PM) er lavere end driftens kapitalomkostninger ( $wacc$ ) nedbrydes der værdi. ENIG eller UENIG?  
***UENIG.** Det er når  $RNOA (PM \times ATO)$  er lavere end  $wacc$ , at der nedbrydes værdi.*
5. Varelagre klassificeres som regel som en finansielt aktiver, fordi det er en effektiv måde at opnå finansiering fra leverandørerne på. ENIG eller UENIG?  
***UENIG.** Varelagre klassificeres som driftsaktiver.*

## Opgave 2

Nedenfor er vist den officielle pengestrømsopgørelse for virksomheden A/S Globe (Se **Appendix 1** i regneark), der fremstiller engangsemballage til brug inden for fødevareindustrien. Det fremgår, at 'pengestrømme fra driftsaktivitet' androg 38.591 kr. samt at 'pengestrømme fra investeringsaktivitet' udgjorde 18.518 kr. Umiddelbart indikerer det en fri pengestrøm (FCF) på 20.073 kr. (38.591 – 18.518). Din chef er imidlertid usikker på, hvorvidt dette beløb reelt dækker over den skabte frie pengestrøm fra virksomhedens driftsaktiviteter.

- A. Du bedes beregne den skabte frie pengestrøm ( $FCF = C - I$ ) fra virksomhedens driftsaktiviteter til analysebrug og redegøre for eventuelle korrektioner.
- B. Vis at følgende relation  $C - I = d + F$  gælder, hvor  $d$  er nettodividenden (transaktioner med ejere), og  $F$  er nettobetalingen til/fra udstedere/indehavere af finansielle fordringer.

<b>Pengestrømsopgørelse for A/S Globe 2019</b>	
Årets resultat	33.444
Reguleringer	17.696
<i>Ændring i driftskapital</i>	
Varelagre	434
Tilgodehavender	- 1.540
Leverandørgæld	3.633
Pengestrømme fra drift før finansielle poster og skat	53.667
Renteindbetalinger	8.750
Renteudbetalinger	- 1.230
Betalte selskabsskatter	- 22.596
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>	<b>38.591</b>
Køb af immaterielle aktiver	- 11.323
Køb af materielle aktiver	- 43.560
Køb af værdipapirer	- 8.956
Salg af værdipapirer	45.321
<b>Pengestrømme fra investeringsaktivitet</b>	<b>- 18.518</b>
Udbetalt udbytte	- 8.000
Provenue ved langfristet lånoptagelse	34.568
Adfrag på lån	- 28.654
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>	<b>- 2.086</b>
<b>Ændring i likvider</b>	<b>17.987</b>
Likvider primo	7.645
<b>Likvider ultimo</b>	<b>25.632</b>

Selskabsskatteprocenten er 22,5 pct.

Rapporteret <i>C</i>		38.591
Renteindbetalinger	8.750	
Renteudbetalinger	- 1.230	
Netto renteindbetalinger	7.520	
Skat herpå (22,5%)	- 1.692	5.828
Korrigeret <i>C</i>		32.763
Rapporteret <i>I</i>	- 18.518	
Køb af værdipapirer	- 8.956	
Salg af værdipapirer	45.321	
Netto salg af værdipapirer	36.365	
Korrigeret <i>I</i>		- 54.883
<b>Korrigeret FCF</b>		<b>- 22.120</b>
<i>Egenkapitalfinansiering (d)</i>		
Udbetalt udbytte		8.000
<i>Gældsfinansiering (F)</i>		
Provenue ved langfristet lånoptagelse	- 34.568	
Adfrag på lån	28.654	
Netto renteindbetalinger, efter skat	- 5.828	
Netto salg af værdipapirer	- 36.365	
Køb af finansielle aktiver (= ændring i likvider)	17.987	- 30.120
<b><i>d + F</i></b>		<b>- 22.120</b>

Kommentarer:

- 'Netto renteindbetalinger efter skat' vedr. finansieringsaktivitet (*F*)
- 'Netto salg af værdipapirer' er ikke en desinvestering inden driften, men likvidering af finansielle aktiver inden for finansieringsaktivitet (*F*)

Som det fremgår androg den frie pengestrøm fra driften (FCF) minus 22.120. Herudover blev der udbetalt udbytte på 8.000. Dette likviditetsunderskud blev som det fremgår dækket gennem øget nettolåntagning samt netto salg af finansielle aktiver.

### Opgave 3

Du er for nylig blevet ansat som virksomhedsanalytiker og en af dine første opgaver består i at assistere din chef med at analysere og værdiansætte A/S Bike, der producerer og sælger cykler.

Posten 'Værdipapirer disponible for salg' dækker over kapitalandele i en underleverandør og anses af ledelsen som en 'strategisk investering', idet man på sigt ønsker at udvide ejerandelen og om muligt på sigt helt at opkøbe virksomheden.

Din chef har sendt dig egenkapitalopgørelsen (2019), totalindkomstopgørelsen (2019) samt balancer for 2018 og 2019 (se **Appendix 2** i regneark).

a

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

$$\text{ROCE} = \text{Totalindkomst} / \text{gns. Ordinær egenkapital} = 1.725 / 11.488 =$$

$$\text{RNOA} = \text{Driftsoverskud} / \text{Gns. NOA} = 1.752 / 13.991 =$$

$$\text{FLEV} = \text{Gns. NFO} / \text{Gns. Ordinær egenkapital} = 2.503 / 11.488 =$$

$$\text{NBC} = \text{Netto finansielle omk., efter skat} / \text{Gns. NFO} = 27 / 2.503$$

$$\text{PM} = \text{Driftsoverskud} / \text{nettoomsætning} = 1.752 / 12.200 =$$

$$\text{ATO} = \text{Nettoomsætning} / \text{Gns. NOA} = 12.200 / 13.991 =$$

*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.*

b

Beregn den nuværende overskudsgrad fra salg, før skat ( $\text{PM}_{\text{sales, før skat}}$ ). Hvad ville denne overskudsgrad – *alt andet lige* – have været, såfremt bruttoavanceprocenten havde ligget på niveau med branchen på 45 pct?

Nuværende  $\text{PM}_{\text{sales, før skat}}$  :  $\text{Driftsoverskud fra salg, efter skat} / \text{nettoomsætning} = 2.340 / 12.200 = 19,2 \text{ pct.}$

Nuværende bruttoavanceprocent:  $\text{Bruttoresultat} / \text{nettoomsætning} = 4.460 / 12.200 = 36,6 \text{ pct.}$

PM<sub>salg, før skat</sub> med en bruttoavanceprocent på 45 pct.

Bruttoavanceprocent	45,0%
Salgs- og distributionsomkostninger i procent af salg	-10,1%
Administrationsomkostninger i procent af salg	-7,3%
PM salg, før skat	27,6%

## Reformuleret egenkapitalopgørelse

Saldo 1.1. 2019 **10.800**

Udbetalt udbytte	<u>-350</u>
Nettooverskud	1.760
Urealiseret gevinst på VP	15
Præferenceaktie udbytte	<u>-50</u>
<b>Totalindkomst</b>	<b><u>1.725</u></b>

**Saldo 31.12. 2019** **12.175**

Den reformulerede egenkapitalopgørelse er en opgørelse, der viser udviklingen i de **ordinære aktionærers interesse** i virksomheden. I den rapporterede opgørelse er inkluderet præferenceaktiekapital, hvilket der skal korrigeres for. Korrektionen består i at fratrække saldoen (primo og ultimo) samt kun medtage det udbytte, der er udbetalt til de ordinære aktionærer ( $400 - 50 = 350$ ).

Totalindkomsten består af nettooverskuddet fra resultatopgørelsen samt den urealiserede gevinst på værdipapirer (dirty-surplus post) samt udbytte til præferenceaktier, der er at opfatte som en 'finansiell omkostning', da vi i balancen (se nedenfor) opfatter præferenceaktiekapital som en finansiell forpligtelse.

<b>Reformuleret Balance</b>			
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	Gns.
Samlede aktiver	26.170	24.625	
- Likvide beholdninger	10.000	8.500	
= Driftsaktiver	16.170	16.125	
- Udskudt skatteforpligtelse	320	280	
- Leverandørgæld	2.230	1.234	
- Anden gæld	120	130	
<b>= Netto driftsaktiver</b>	<b>13.500</b>	<b>14.481</b>	13.991
Præferenceaktiekapital	100	100	
Realkreditlån (lang)	8.760	9.900	
Banklån (lang)	2.300	2.010	
Realkreditlån (kort)	120	110	
Banklån (kort)	45	61	
- Likvide beholdninger	10.000	8.500	
<b>= Netto finansielle forpligtelser (NFO)</b>	<b>1.325</b>	<b>3.681</b>	2.503
<b>Ordinær egenkapital</b>	<b>12.175</b>	<b>10.800</b>	11.488

Kommentarer:

De likvide beholdninger er eneste finansielle aktiv. Bemærk, at præferenceaktiekapital er klassificeret som en finansiell forpligtelse jf. overfor.



<b>Reformuleret totalindkomstopgørelse</b>		
Nettoomsætning		12.200
Produktionsomkostninger	-	7.740
Bruttoresultat		4.460
Salgs- og distributionsomkostninger	-	1.230
Administrationsomkostninger	-	890
<b>Driftsoverskud fra salg før skat</b>		<b>2.340</b>
Rapporteret skatteomkostning	- 560	
Skat på netto finansielle indtægter	7	
Skat allokeret til andet OI	-11 -	564
<b>Driftsoverskud fra salg, efter skat</b>		<b>1.776</b>
<b>Andet driftsoverskud</b>		
Restruktureringsomkostninger	- 50	
Skat (@22,5%)	11	
	- 39	
Urealiseret gevinst på VP, efter skat	15 -	<b>24</b>
Samlet driftsoverskud		<b>1.752</b>
Finansielle indtægter	65	
Finansielle omkostninger	- 35	
Netto finansielle indtægter	30	
Skat herpå (@ 22,5%)	- 7	
	23	
Præferencieaktie udbytte	-50	
<b>Netto finansielle omkostninger, efter skat</b>	-	<b>27</b>
<b>Totalindkomst</b>		<b>1.725</b>

Kommentarer:

Udbytte til præferenceaktier er medtaget som en 'finansiell omkostning'.

'Restruktureringsomkostninger' og 'urealiseret gevinst på værdipapirer' er medtaget under 'Andet driftsoverskud'.



## Opgave 4

En af dine kolleger, der har stor viden om markedet for fritidsudstyr – herunder cykler – har udarbejdet nedenstående budgetforudsætninger (se **Appendix 3** i regneark) og beder dig hjælpe med at værdiansætte de 3 mio. stk. udstående ordinære aktier ved brug af ReOI-modellen.

	Budgetperiode					Terminal- periode
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
Salgsvækstrate	4%	4%	3%	3%	2%	2%
PM (før skat)	20%	22%	20%	18%	18%	18%
Effektiv skatteprocent	24%	24%	24%	24%	24%	24%
1/ATO	i.r.	1,2	1,2	1,5	1,5	1,5

i.r. Ikke relevant

Driftens kapitalomkostninger (wacc) er estimeret til 6 pct., og væksten i ReOI efter budgetperioden antages at være konstant 2 pct.

Aktierne handles pt. kurs 16. Hvad er din anbefaling. KØB, SÆLG eller HOLD?

Først opstilles proformaopgørelser:

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	
<b>Proforma</b>							
<b>Resultatopgørelse</b>							
Nettoomsætning	12.200	12.688	13.196	13.591	13.999	14.279	14.565
OI (før skat)		2.538	2.903	2.718	2.520	2.570	2.622
Skat på OI		609	697	652	605	617	629
OI		1.929	2.206	2.066	1.915	1.953	1.992
<b>Balance (primo)</b>							
NOA		13.500	15.835	16.310	20.999	21.419	21.847
NFO		1.325					
CSE		12.175					

Dernæst foretages værdiansættelsen:

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ReOI		1.119	1.256	1.087	655	668
df (6 pct)		1,06	1,12	1,19	1,26	1,34
PV ReOI		1.055	1.118	913	519	499
Sum af PV ReOI	4.105					
TV						17.041
PV TV	12.734					
EV	30.338					
NFO	1.325					
Værdi af egenkapital	29.013					
Antal aktier (1.000)	3.000					
<b>Værdi per aktie</b>	<b>9,67</b>					

Da den fundamentale værdi (9,67) ligger under dagskursen (16,00) anbefales et SÆLG.