

Eksamen på Økonomistudiet 2009-II

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Kandidatfag

9. juni 2009

(4-timers prøve med hjælpemidler)

Opgave 1

Produktionsvirksomheden A/S Likvi rapporterede nedenstående pengestrømsopgørelse i sin årsrapport for 2008 (i 1.000 kr.). Selskabsskatteprocenten er 25%.

Nettoomsætning	560.665
Driftsomkostninger	-534.780
Afskrivninger	28.950
Ændring i arbejdskapital	-9.876
Pengestrøm fra drift før finansielle poster	44.959
Renteindbetalinger	440
Renteudbetalinger	-4.018
Pengestrøm fra ordinær drift	41.381
Betalt selskabsskat	-4.578
Pengestrøm fra driftsaktivitet	36.803
Køb af immaterielle aktiver	-2.186
Køb af materielle aktiver	-13.649
Salg af værdipapirer	717
Salg af materielle aktiver	9.054
Pengestrøm til investeringsaktivitet	-6.064
Afdrag på langfristede gældsforpligtelser	-29.503
Betalt udbytte	-3.683
Erhvervelse af egne aktier	-9.665
Pengestrøm fra finansieringsaktivet	-42.851
Ændring i likvider	-12.112
Likvider 1. januar 2008	27.413
Likvider 31. december 2008	15.301

Som det fremgår rapporterede A/S Likvi 'pengestrømme fra driftsaktivitet' på kr. 36.803 samt 'pengestrøm til investeringsaktivitet' på kr. 6.064, hvilket giver en rapporteret fri pengestrøm på kr. 30.739 (36.803 – 6.064).

- a. Du bedes forholde dig til, hvorvidt den rapporterede frie pengestrøm på kr. 30.739 er et mål for den skabte frie pengestrøm fra driften ($C-I$) samt eventuelt foretage 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.

Opgave 2

Nedenstående proforma regnskab var udarbejdet i slutningen af 2008 for en virksomhed med kapitalomkostninger for driften (wacc) på 10% (beløb i mio. kr.)

	2009E	2010E	2011E
Pengestrømme fra driften (C)	30	70	40
Pengestrømme fra investeringsaktivitet (I)	45	55	90
Netto finansielle forpligtelser (NFO)	150	150	240
Egenkapital (CSE)	140	170	190

Egenkapitalen i slutningen af 2008 var 130 og de netto finansielle forpligtelser udgjorde 120. Du bedes beregne residualoverskud fra driften (ReOI) for årene 2009, 2010 og 2011.

Opgave 3

Følgende sammendragne beløb (i mio. kr.) er beregnet fra en virksomheds balance i 2008:

Netto driftsaktiver (NOA)	2.659
Netto finansielle forpligtelser (NFO)	228
Egenkapital (CSE)	2.431
(144 mio. udestående aktier)	

Analytikere forecastede 4,50 kr. i overskud per aktie (EPS) for 2009. Virksomhedens efter-skat låneomkostninger er 3,5%, og kapitalomkostninger for driften (wacc) er 11%.

- a. Hvilket afkast på netto driftsaktiver (RNOA) forecaster analytikerne implicit for 2009?
- b. Værdiansæt værdien per aktie ud fra den forudsætning, at det forecastede afkast på netto driftsaktiver overfor i (a) vil fortsætte i det uendelige samt at residualoverskud fra driften (ReOI) vil vokse med 7% per år.
- c. Hvad er værdien af virksomheden (V_{2008}^{NOA}) ud fra disse forudsætninger?
- d. Såfremt RNOA i fremtiden forventes at være konstant, hvorledes kan ReOI da vokse?

Opgave 4

En virksomheds 55,84 mio. aktier blev handlet til kurs 43 i starten af 2009 svarende til 6,3 gange den bogførte værdi. Virksomhedens sammendragne balance ultimo 2008 er vist nedenfor (beløb i mio. kr.):

Netto driftsaktiver (NOA)	1.135
Netto finansielle forpligtelser (NFO)	720
	<hr/>
	415
Minoritetsinteresser	34
	<hr/>
Egenkapital (CSE)	381

I løbet af 2008 indtjente virksomheden en core RNOA på 14,6% ud fra en efter-skat profitmargin (PM) på 4,94% og en omsætningshastighed (ATO) på 2,95 Driftens kapitalomkostninger (wacc) er 10,1%.

- a. Beregn den ugearede (unlevered) pris-over-bogført værdi til hvilken virksomheden blev handlet i starten af 2009. Værdiansæt minoriteterne til 14 gange deres overskudsandel på 15 mio.

- b. Såfremt virksomheden vil kunne opretholde såvel profitmarginen og omsætningshastigheden på dens 2008 niveau, hvilken vækstrate i salget berettiger da til den fundne ugearede pris-over-bogført værdi ovenfor?
- c. Beregn virksomhedens ugearede pris-over-bogført værdi hvis den salgsvækstrate du beregnede overfor (b) vil opretholdes ved en omsætningshastighed på 2,95, men med et fald i profitmarginen til 3,5% af salget.
- d. Såfremt profit marginen skulle falde til 3,42%, hvor meget vil salgsvæksten bidrage til virksomhedsværdien?