

# HEIMEEKSAMEN



## BUS440A

Vår, 2022

**Dato:** 13.06

**Tidsrom:** 09:00 – 13:00

### EKSAMENSSVARET SKAL LEVERAST I WISEFLOW

På nettsidene til NHH finn du informasjon om korleis du leverer eksamenssvaret ditt i WiseFlow:

<https://www.nhh.no/for-studenter/eksamen/heimeeksamen-og-innlevering/>

Kandidatnummeret blir tilgjengeleg på StudentWeb i god tid før innlevering. Dette nummeret skal skrivast inn på alle sider, øvst i høgre hjørnet – ikkje namn eller studentnummer.

### REGLAR FOR HEIMEEKSAMEN

Samarbeid og utveksling av informasjon er ikkje tillate under eksamen. Det du leverer skal vere ditt eige eksamenssvar og innehalde eigne analysar og vurderingar av oppgåvespørsmåla. All kommunikasjon om oppgåvene som du har med andre personar under eksamen er å sjå på som fusk. Alle eksamenssvar vil bli kontrollerte digitalt mellom anna for plagiat.

Du finn utfyllande reglar under overskrifta «Fulltidstudiene» på denne nettsida:

<https://www.nhh.no/for-studenter/forskrifter/>

Sjå spesielt avsnittet om gjennomføring av eksamen utan tilsyn i kapittel 4.0 om vurderingsformer.

**Sider, inkludert framside:** 10

**Talet på vedlegg:** 0

Eksamenssettet er i **to delar**. I del 1 er det **seks oppgåver** som handlar om kreditt- og verdivurdering av selskapet Turistbuss AS. Oppgåvene byggjer på kvarandre slik at opplysingar som du treng i ei oppgåve kan vere presenterte i introduksjonen til caset, i tidlegare oppgåver eller framkjem som utrekningar i oppgavesvar. I del 2 er det **to uavhengige oppgåver** med korte utrekningar og generelle spørsmål. Svar **kort og presist**.

## **DEL 1: CASE – TURISTBUSS AS**

Turistbuss AS – ofte kalla TB – er eit privat **busselskap** med hovudkontor i Bergen. Selskapet fraktar for det meste turistar som kjem til dei norske fjordane på **cruise**.

Når cruiseskip kjem til Bergen, Flåm, Geiranger eller andre destinasjonar, vil dei fleste passasjerane **på omvising for å sjå** lokale attraksjonar. Desse turane er organiserte av cruisereiarlaget sin nasjonale avtalepartner, til dømes European Cruise Service.



TB må kvart år **konkurrere** med andre busselskap om å få kontraktar på cruisekøyning i dei ulike hamnene. Manglar selskapet kontrakt i ei hamn kan det likevel levere busstenester «på spot» for å dekkje underskotskapasitet på dagar med større etterspurnad enn venta. Om sommaren har busselskap med rutekøyning ledig kapasitet, då det ikkje er skulerutekøyning på denne tida av året.

I bransjen er det vanleg å **prise** busstenestene per leigedag, der sjåfør er inkludert, men ikkje guide. Guidane blir gjerne leverte av eigne guideselskap. Dagsprisen for leige av buss varierer mellom anna med om det ligg føre kontrakt eller om prisen er spot – og er typisk høgare i meir perifere destinasjonar med lite volum.

I fjor (og forfjor) blei verdsøkonomien råka av **pandemi** med katastrofale verk- nader mellom anna for reiselivet. Verksemdene måtte stenge i store delar av sesongen. Heldigvis for næringa kompenserer staten for ein del av tapa. Ikkje nok med det. I år er det **krig** mellom Russland og Ukraina, noko som skaper stor uvisse fram mot årets sommarsesong. Men verknadane blir truleg ikkje så store som frykta då mykje av cruisetrafikken på Austersjøen og Sankt Petersburg er dirigerte om til norske kysten.

For økonomien generelt har pandemi og krig ført til auka inflasjon. Sentralban- kar, her medrekna Noregs bank, har svart med å auke styringsrenta. Men blir renta sett for raskt eller for mykje opp, vil dette føre til lågare vekst. Eit passende estimat på (lang) **risikofri rente** etter skatt er 2%, og **risikopremien** for eigenka- pital er 5%. **Kredittrisikopremien** for gjeld som er rata BBB- er 1,5% etter skatt. Den langsiktige økonomiske **veksten** (g) er venta til å vere om lag 3% i steady state, som er mindre enn økonomien sin gjennomsnittlege vekta kapitalkostnad (k) med 50% ek og 50% gjeld:  $(2\% + 1 \cdot 5\%) \cdot 0,5 + (2\% + 1,5\%) \cdot 0,5 = 5,25\%$ .

Den store utfordringa for turbussbransjen i åra framover er at passasjerane og miljøstyresmakter i større grad etterspør **elektriske** bussar for å redusere miljø- forureining – ei utfordring som bussbransjen deler med reiarlaga som på sikt må elektrifisere cruiseflåten. Elbussar kostar mykje i innkjøp og mange i næringa fryktar at mindre solide busselskap, vil **gå over ende**. Dei manglar finansielle musklar til å bære ei slik investering, særleg etter år med pandemi. Andre peikar på at prisen på turkøyring vil gå opp for å kompensere for auka kostnader.

Turistbuss AS blir leia av **Turid Speed**. Ho er siviløkonom og har mykje erfaring frå reiseliv og bank, då ho tidlegare var sjef for risikolån i ein større sparebank. I høve til bransjen har TB jamt over eldre bussar der ein stor del innan få år vil måtte utrangerast og erstattast av nye elbussar. Sidan cruisetrafikken i Noreg er konsentrert til sommarhalvåret, flyttar TB bussar til Middelhavsområdet i **vinter- halvåret**, noko som konkurrentane ikkje gjer. TB har ved å senke prisen mellom anna fått cruisekøyring frå den italienske vestkysten og til Roma for Costa Crui- ses, som er eit dotterselskap i Carnival. Problemet er at TB **knapt tenar** pengar på dette.

Den **omgrupperte** finansrekneskapen til Turistbuss ser slik ut i åra -1 og 0, der år 0 er seinaste rekneskapsår og år -1 er året før:

**Tabell 1: Omgruppert resultat**

ÅR	-1	0
Driftsinntekter	1800.0	1312.5
- Driftskostnader	1764.0	1378.1
= Netto driftsresultat	36.0	-65.6
+ Netto finansinntekter	3.5	2.4
- Netto rentekostnader	25.0	22.7
= Nettoresultat til EK	14.6	-85.9
- Unormal netto driftskostnad	-15.6	-54.5
- Unormal netto finanskostnad	-1.3	44.0
= Fullstendig nettoresultat	31.5	-75.4
- Netto betalt utbyte	64.0	8.6
= Endring i EK	-32.5	-84.0

**Tabell 2: Omgruppert balanse**

ÅR	-2	-1	0
Driftsrelaterte anleggsmidler	995	1050	950
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	49	39	24
= Netto anleggsmidler	946	1011	926
Driftsrelaterte omløpsmidlar	249	262	237
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	195	223	218
= Driftsrelatert arbeidskapital	54	39	19
= NETTO DRIFTSEIGEDLAR	1000	1050	945
Langsiktig finansiell gjeld	600	682	662
- Finansielle anleggsmidler	27	38	37
= Lansiktig netto finansiell gjeld	573	645	625
Kortsiktig finansiell gjeld	67	76	74
- Finansielle omløpsmidlar	40	38	37
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	27	38	37
= NETTO FINANSIELL GJELD	600	682	662
= EIGENKAPITAL	400	368	284

Det er ingen identifiserte **målefeil** i rekneskapstala, men resultatet til TB i år 0 er prega av **pandemi**. Ved analyse er det to måtar å **ta omsyn til verknaden av pandemi** i år 0:

- 1) **Ingen justering** av rekneskapstal. Ved rekneskapsanalyse **har vi derimot i mente at årsaka** til det ekstraordinært dårlege resultatet i år 0 er pandemi.
- 2) **Realjustering**. Dvs at vi glattar ut den unormale verknaden av pandemien slik at tidsserien blir normal – altså slik tidsserien ville ha vore **utan** pandemi.

Turid Speed opplyser at netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseigedelar ville under normale omstende ha vore om lag **på same nivå** i år 0 som i år -1, men ho er uviss på om banken vil akseptere «manipulerte» rekneskapstal.

Alle finansielle lån som TB har er i Sparebanken Vest, og banken har kalla inn til det årlege **møtet** om den finansielle situasjonen til TB.



For å bu seg til møtet med banken kallar Turid Speed deg inn til ein samtale der ho gjerne vil friske opp kunnskapar om kreditt- og verdivurdering, og ber deg – som nyleg har tatt kurs om dette på Handelshøgskulen – om å **gjere nokre oppgaver** for henne. Dette er oppgåve 1 til 6:

## Oppgåve 1

## Strategisk risikoanalyse

- a) **Forklar** kva strategisk risiko er for noko og **skisser** eit rammeverk for analyse av slik risiko.

- b) **Gjennomfør** ein kort analyse av den strategiske risikoen til Turistbuss AS i åra framover.

## Oppgåve 2 Verknad av pandemi og eventuell justering

- a) **Juster resultatrekneskapen** til Turistbuss AS i år 0 slik at netto driftsverknaden av pandemien blir nøytralisert, under føresetnad av at effekten på balansen av justering er lik 0.
- b) **Drøft kort** om du vil bruke dei justerte resultattala i den vidare analysen eller om dei ujusterte tala er mest **relevante** i høve til kreditt- og verdivurdering.

## Oppgåve 3 Kredittvurdering

**Konsentrer** deg om seinaste rekneskapsår, dvs år 0:

- a) Analyser den kortsiktige kreditt- risikoen til Turistbuss AS gjennom **likviditetsanalyse**.
- b) Analyser den langsiktige risikoen gjennom **soliditetsanalyse**.
- c) Summer opp risikoanalysen for seinaste rekneskapsår gjennom **syntetisk rating**, sjå tabell 3 på neste side.
- d) Kva er ein passende **framtidrating** («outlook/target rating») dersom målvekta til eigenkapital i høve til selskapskapital er 60% ved utrekning av WACC. Drøft kort.



**Tabell 3: Samanheng mellom rating, nokre viktige forholdstal og kredittrisikopremie**

RATING	flg	rdg	ekp	ndr	krp
AAA	11.400	16.900	0.930	0.330	0.004
AA	6.000	6.300	0.820	0.250	0.006
A	2.800	3.400	0.650	0.150	0.009
BBB	1.500	2.200	0.420	0.080	0.014
BB	1.000	1.300	0.300	0.050	0.029
B	0.700	0.700	0.200	0.020	0.049
CCC	0.400	0.000	0.140	-0.010	0.092
CC	0.300	-0.800	0.100	-0.040	0.164
C	0.200	-1.600	0.020	-0.070	0.236
D	0.100	-2.400	-0.160	-0.100	0.307

**Forholdstala:** flg er finansiell likviditetsgrad, rdg er netto rentedekningsgrad, ekp er egenkapitalprosent, og ndr er netto driftsrentabilitet. Krp er kredittrisikopremien til finansiell gjeld etter skatt.

Turistbuss AS har desse estimata knytte til **avkastingskravet** til selskapskapital, egenkapital og netto finansiell gjeld:

- marknadsrisiko i kredittrisikopremien til finansiell gjeld er 25%
- annan risikopremie i EK-kravet er 1%
- bransjebeta (gjennomsnitt buss og reiseliv («unlevered beta»)) er 0,9
- målvekt for egenkapital i høve til selskapskapital er 60%
- målvekt finansielle egedelar i forhold til netto finansiell gjeld er 25%
- vektorer for kontantar, fordringar og investeringar er 30%, 30%, og 40%
- rating til ei generell portefølje av fordringar er BBB; tilhøyrande marknadsrisikodel i krp er 25%
- investeringsbeta er 1
- annan investeringsrisikopremie er 1%

**Oppgave 4****WACC**

- a) Finn **finansielle betaverdier og krav**, dvs til finansiell gjeld, finansielle eide- delar og netto finansiell gjeld hos Turistbuss AS.
- b) Finn **eigenkapitalbeta og -kravet**.
- c) Finn **netto driftskravet** – eller altså WACC.

**Oppgave 5****Framtidsrekneskap - budsjett**

Turid Speed i Turistbuss AS har laga denne **prognosen** for budsjettdrivarane driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedelar i sei- neste rekneskapsår (0) og 5 år fram i tid:

**Tabell 4: Prognose på driftsrelaterte budsjettdrivarar**

ÅR	0	1	2	3	4	5
Driftsinntektsvekst	0.05	0.038	0.025	0.028	0.03	0.03
Netto driftsmargin	0.02	0.018	0.015	0.04	0.065	0.065
Omløpet til netto driftseigedelar	1.8	2.075	1.971	1.494	1.39	1.39

- a) Vurder om prognosen for budsjettdrivarane er «**rimeleg**» med tanke på ut- vikling i **strategisk fordel og at denne fordelten er risikabel**. Om du synest at utviklinga er **urealistisk**, kan du endre budsjettdrivarane og laga din **eigen** prognose.



- b) Budsjetter **fri kontantstrøm frå drift** i budsjettperioden frå år 1 til T – og eitt år inn i steady state (T+1), anten basert på prognosen til Speed eller eigen prognose.

## Oppgåve 6

## Verdsetting

- a) Kva er **verdien på eigenkapitalen** til Turistbuss i år 0 når vi føreset at verdien av netto finansiell gjeld er lik dagens rekneskapsførte verdi?
- b) Vurder kort **realismen** i føresetnaden om at verdien av netto finansiell gjeld **er lik** dagens rekneskapsførte verdi? Kva skjer med verdien av finansiell gjeld med løpande rente **når konkursrisikoen aukar** – og kva er verdien **ved** konkurs? Forklar.

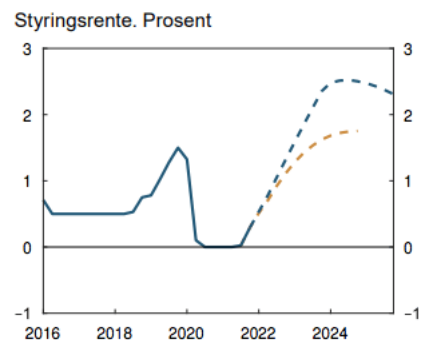
## **DEL 2: GENERELLE SPØRSMÅL OG KORTE UTREKNINGAR**

## Oppgåve 7

## Inflasjon og renteauke

I seinare tid har vi fått auka generell prisstiging – eller **inflasjon**. Dette har ført til at Noregs bank har auka styringsrenta og signaliserer ytterlegare **renteauke**.

I svaret på spørsmåla under kan du gjerne ta utgangspunkt i at økonomien er i «**steady state**» og at steady state endrar seg med inflasjon og etterfølgjande renteauke.



- a) Drøft kort kva verknaden er av **inflasjon på eigenkapitalverdiar** – og dermed på aksjeindeksar som OSEBX.

- b) Kva er verknaden av **renteauke** – og kva er **nettoverknaden** av inflasjon og etterfølgande renteauke på eigenkapitalverdiar? Grunnlegg svara.

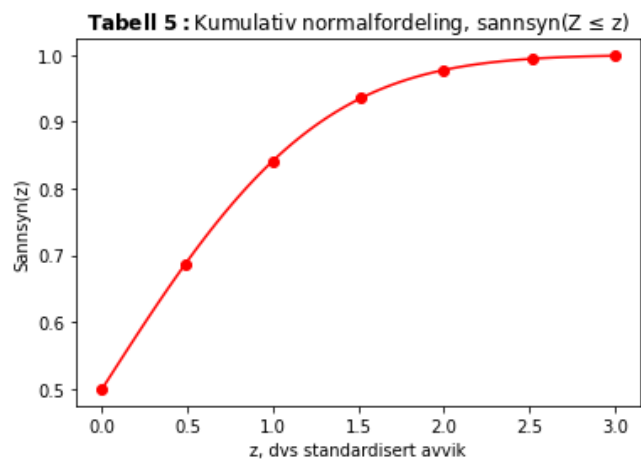
## Oppgave 8

## Diverse spørsmål

- a) Kva er ein strategisk **vekstfordel** – og forklar korleis denne fordelten kan **analyserast**?
- b) Eit selskap har ordinære driftsinntekter på 100 i seinaste rekneskapsår, dvs i fjor. I første kvartal i år er driftsinntektene 32 mot 24 i same kvartal året før. Kva er **trailing driftsinntekter** i år?

- c) Du har estimert eigenkapitalverdien per aksje til ei børsnotert verksemd til å vere 100. Aksjekursen på same tidspunkt er 120.

Vil du **tilrå å selje** aksjen når uvisse i form av standardavviket til verdiestimatet er simulert til å vere 40%? Grunnlegg svaret.



- d) Finansprofessor Tor Johnson seier: «Dette er da bare tull. Aksjemarkedet er **effisient** – og det er i gjennomsnitt ikke mulig å tjene penger på fundamental aksjehandel». Kommenter kort denne påstanden.

**Det var det – og var det mykje å gjere, vil dette bli teke omsyn til i sensuren.**

**God sommar!**