

# HJEMMEEKSAMEN

## BUS440A



Vår, 2022

**Dato:** 13.06

**Tidsrom:** 09:00 – 13:00

### EKSAMENSBE SVARELSEN SKAL LEVERES I WISEFLOW

På nettsidene til NHH finner du informasjon om hvordan du leverer eksamensbesvarelsen i WiseFlow:

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

Kandidatnummeret blir tilgjengelig på StudentWeb i god tid før innlevering. Dette nummeret skal skrives inn på alle sider, øverst i høyre hjørnet – ikke navn eller studentnummer.

### REGLER FOR HJEMMEEKSAMEN

Samarbeid og utveksling av informasjon er ikke tillatt under eksamen. Det du leverer skal være din egen eksamensbesvarelse og inneholde egne analyser og vurderinger av oppgavespørsmålene. All kommunikasjon om oppgavene som du har med andre personer under eksamen er å se på som fusk. Alle eksamensbesvarelser vil bli kontrollert digitalt blant annet for plagiat.

Du finn utfyllende regler under overskriften «Fulltidstudiene» på denne nettsiden:

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

Se spesielt avsnittet om gjennomføring av eksamen uten tilsyn i kapittel 4.0 om vurderingsformer.

**Sider, inkludert forside:** 10

**Antall vedlegg:** 0

Eksamenssettet er i **to deler**. I del 1 er det **seks oppgaver** som omhandler kreditt- og verdivurdering av selskapet Turistbuss AS. Oppgavene bygger på hverandre slik at opplysninger som du trenger i en oppgave kan være presentert i introduksjonen til caset, i tidligere oppgaver eller fremkommer som utregninger i oppgavebesvarelser. I del 2 er det **to uavhengige oppgaver** med korte beregninger og generelle spørsmål. Svar **kort og presist**.

## **DEL 1: CASE – TURISTBUSS AS**

Turistbuss AS – ofte benevnet TB – er et privat **busselskap** med hovedkontor i Bergen. Selskapet frakter for det meste turister som ankommer de norske fjordene på **cruise**.

Når cruiseskip kommer til Bergen, Flåm, Geiranger eller andre destinasjoner, vil de fleste passasjerene **på omvisning for å se** lokale attraksjoner. Disse turene er organisert av cruiserederiets nasjonale avtalepartner, for eksempel European Cruise Service.



TB må hvert år **konkurrere** med andre busselskaper om å få kontrakter på cruisekjøring i de ulike havnene. Mangler selskapet kontrakt i en havn kan det likevel levere busstjenester «på spot» for å dekke underskuddskapasitet på dager med større etterspørsel enn forventet. Om sommeren har

busselskaper med rutekjøring ledig kapasitet, da det ikke er skolerutekjøring på denne tiden av året.

I bransjen er det vanlig å **prise** busstjenestene per leiedag, der sjåfør er inkludert, men ikke guide. Guidene blir gjerne levert av egne guideselskaper. Dagsprisen for leie av buss varierer blant annet med om det foreligger kontrakt eller om prisen er spot – og er typisk høyere i meir perifere destinasjoner med lite volum.

I fjor (og forfjor) ble verdensøkonomien rammet av **pandemi** med katastrofale virkninger blant annet for reiselivet. Bedriftene måtte stenge i store deler av sesongen. Heldigvis for næringen kompenseres staten for en del av tapene. Ikke nok med det. I år er det **krig** mellom Russland og Ukraina, noe som skaper stor usikkerhet frem mot årets sommersesong. Men virkningene blir trolig ikke så store som fryktet da mye av cruisetrafikken på Østersjøen og Sankt Petersburg er omdirigert til norske kysten.

For økonomien generelt har pandemi og krig ført til økt inflasjon. Sentralbanker, her medregnet Norges bank, har svart med å øke styringsrenten. Men blir renten satt for raskt eller for mye opp, vil dette føre til lavere vekst. Et passende estimat på (lang) **risikofri rente** etter skatt er 2%, og **risikopremien** for egenkapital er 5%. **Kredittrisikopremien** for gjeld som er ratet BBB- er 1,5% etter skatt. Den langsiktige økonomiske **veksten** (g) er ventet til å være omtrent 3% i steady state, som er mindre enn økonomiens gjennomsnittlige vektete 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 utfordringen for turbussbransjen i årene fremover er at passasjerene og miljømyndigheter i større grad etterspør **elektriske** busser for å redusere miljøforurensning – en utfordring som bussbransjen deler med rederiene som på sikt må elektrifisere cruiseflåten. Elbussar koster mye i innkjøp og mange i næringen frykter at mindre solide busselskap vil **gå over ende**. De mangler finansielle muskler til å bære en slik investering, særlig etter årene med pandemi. Andre peker på at prisen på turkjøring vil gå opp for å kompensere for økte kostnader.

Turistbuss AS blir ledet av **Turid Speed**. Hun er siviløkonom og har mye erfaring fra reiseliv og bank, da hun tidligere var sjef for risikolån i en større sparebank. I forhold til bransjen har TB jevnt over eldre busser der en stor andel innen få år vil måtte utrangeres og erstattes av nye elbusser. Siden cruisetrafikken i Norge er konsentrert til sommerhalvåret, flytter TB busser til Middelhavsområdet i **vintherhalvåret**, noe som konkurrentene ikke gjør. TB har ved å senke prisen blant annet fått cruisekjøring fra den italienske vestkysten og til Roma for Costa Cruises, som er et datterselskap i Carnival. Problemet er at TB **knapt tjener** penger på dette.

Det **omgrupperte** finansregnskapet til Turistbuss ser slik ut i årene -1 og 0, der år 0 er seneste regnskapsår 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 utbytte	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 omløpsmidler	249	262	237
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	195	223	218
= Driftsrelatert arbeidskapital	54	39	19
= NETTO DRIFTSEIENDELER	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 omløpsmidler	40	38	37
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	27	38	37
= NETTO FINANSIELL GJELD	600	682	662
= EGENKAPITAL	400	368	284

Det er ingen identifiserte **målefeil** i regnskapstallene, men resultatet til TB i år 0 er preget av **pandemi**. Ved analyse er det to måter å **ta hensyn til virkningen av pandemi** i år 0:

- 1) **Ingen justering** av regnskapstallene. Ved regnskapsanalyse **har vi derimot i mente at årsaken** til det ekstraordinært dårlige resultatet i år 0 er pandemi.
- 2) **Realjustering**. Dvs at vi glatter ut den unormale virkningen av pandemien slik at tidsserien blir normal – altså slik tidsserien ville ha vært **uten** pandemi.

Turid Speed opplyser at netto driftsmarginen og omløpshastigheten til netto driftseiendeler ville under normale omstendigheter ha vært omtrent **på samme nivå** i år 0 som i år -1, men hun er usikker på om banken vil akseptere «manipulerte» regnskapstall.



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

For å forberede seg til møtet kaller Turid Speed deg inn til en samtale der hun gjerne vil friske opp kunnskaper om kreditt- og verdivurdering, og ber deg – som nylig har tatt kurs om dette på Handelshøyskolen – om å **gjøre noen oppgaver** for henne. Dette er oppgave 1 til 6:

## Oppgave 1

## Strategisk risikoanalyse

- a) **Forklar** hva strategisk risiko er for noe og **skisser** et rammeverk for analyse av slik risiko.

- b) **Gjennomfør** en kort analyse av den strategiske risikoen til Turistbuss AS i årene fremover.

## Oppgave 2

## Virkning av pandemi og eventuell justering

- a) **Juster resultatregnskapet** til Turistbuss AS i år 0 slik at netto driftsvirkningen av pandemien blir nøytralisert, under forutsetning av at effekten på balansen er lik 0.
- b) **Drøft kort** om du vil bruke de justerte resultattallene i den videre analysen eller om de ujusterte tallene er mest **relevante** i forhold til kreditt- og verddivurdering.

## Oppgave 3

## Kredittvurdering

**Konsentrer** deg om seneste regnskapsår, dvs år 0:

- a) Analyser den kortsiktige kreditt- risikoen til Turistbuss AS gjennom **likviditetsanalyse**.

- b) Analyser den langsiktige risikoen gjennom **soliditetsanalyse**.

- c) Oppsummer risikoanalysen for seneste regnskapsår gjennom **syntetisk rating**, se tabell 3 på neste side.

- d) Hva er en passende **fremtidsrating** («outlook/target rating») dersom mål- vekten til egenkapital i forhold til selskapskapital er 60% ved beregning av WACC. Drøft kort.



**Tabell 3: Sammenheng mellom rating, noen viktige forholdstall 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

**Forholdstallene:** 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 disse estimatene knyttet til **avkastingskravet** til selskapskapital, egenkapital og netto finansiell gjeld:

- markedsrisiko i kredittrisikopremien til finansiell gjeld er 25%
- annen risikopremie i EK-kravet er 1%
- bransjebeta (gjennomsnitt buss og reiseliv («unlevered beta»)) er 0,9
- målvekt for egenkapital i forhold til selskapskapital er 60%
- målvekt finansielle eiendeler i forhold til netto finansiell gjeld er 25%
- vekter for kontanter, fordringer og investeringer er 30%, 30%, og 40%
- rating til en generell portefølje av fordringer er BBB; tilhørende markedsrisikoandel i krp er 25%
- investeringsbeta er 1
- annen investeringsrisikopremie er 1%

**Oppgave 4****WACC**

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

**Oppgave 5****Fremtidsregnskap - budsjett**

Turid Speed i Turistbuss AS har laget denne **prognosen** for budsjettdriverene driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler i seneste regnskapsår (0) og 5 år frem i tid:

**Tabell 4: Prognose på driftsrelaterte budsjettdriverere**

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 driftseiendeler	1.8	2.075	1.971	1.494	1.39	1.39

- a) Vurder om prognosen for budsjettdriverene er «**rimelig**» med tanke på utvikling i **strategisk fordel og at denne fordel er risikabel**. Om du syns at utviklingen er **urealistisk**, kan du endre budsjettdriverene og lage din **egen** prognose.



- b) Budsjetter **fri kontantstrøm fra drift** i budsjettperioden fra år 1 til T – og ett år inn i steady state (T+1), enten basert på prognosen til Speed eller egen prognose.

## Oppgave 6

## Verdsettelse

- a) Hva er **verdien av egenkapitalen** til Turistbuss i år 0 når vi forutsetter at verdien av netto finansiell gjeld er lik dagens regnskapsførte verdi?
- b) Vurder kort **realismen** i forutsetningen om at verdien av netto finansiell gjeld er lik dagens regnskapsførte verdi? Hva skjer med verdien av finansiell gjeld med løpende rente **når konkursrisikoen øker** – og hva er verdien **ved** konkurs? Forklar.

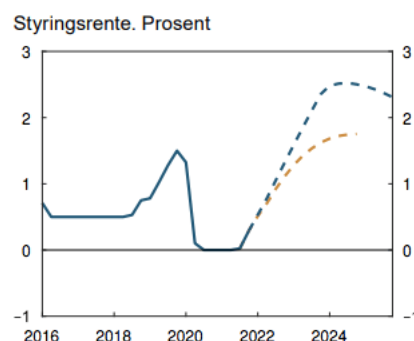
## **DEL 2: GENERELLE SPØRSMÅL OG KORTE BEREGNINGER**

## Oppgave 7

## Inflasjon og renteøkning

I senere tid har vi fått økt generell prisstigning – eller **inflasjon**. Dette har ført til at Norges bank har øket styringsrenten og signaliserer ytterligere **renteøkning**.

I svaret på spørsmålene under kan du gjerne ta utgangspunkt i at økonomien er i «**steady state**» og at steady state endrer seg med inflasjon og etterfølgende renteøkning.



- a) Drøft kort hva virkningen er av **inflasjon på egenkapitalverdier** – og dermed på aksjeindekser som OSEBX.

- b) Hva er virkningen av **renteøkning** – og hva er **nettvirkningen** av inflasjon og etterfølgende renteøkning på egenkapitalverdier? Begrunn svarene.

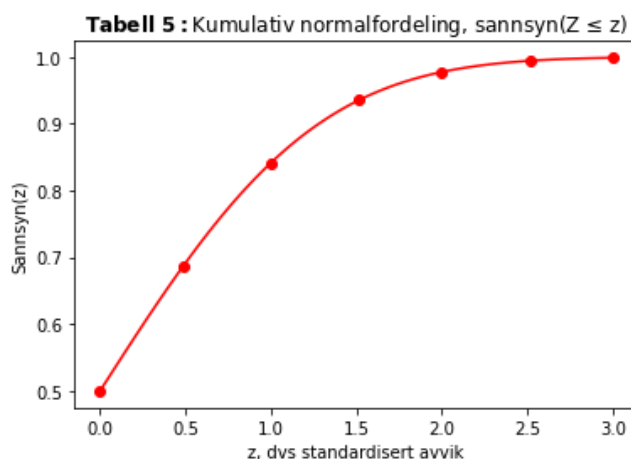
## Oppgave 8

## Diverse spørsmål

- a) Hva er en strategisk **vekstfordel** – og forklar hvordan denne fordelten kan **analyseres**?
- b) Et selskap har ordinære driftsinntekter på 100 i seneste regnskapsår, dvs i fjor. I første kvartal i år er driftsinntektene 32 mot 24 i samme kvartal året før. Hva er **trailing driftsinntekter** i år? Forklar.

- c) Du har estimert egenkapitalverdien per aksje til en børsnotert bedrift til å være 100. Aksjekursen på samme tidspunkt er 120.

Vil du **anbefale å selge** aksjen når usikkerheten i form av standardavviket til verdiestimaten er simulert til å være 40%? Begrunn svaret.



- d) Finansprofessor Tor Johnson sier: «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 mye å gjøre, vil dette bli tatt hensyn til i sensuren.**

**God sommer!**