

# **Regnskabsanalyse og Aktievurdering**

## **Kapitel 1**

### **Investering og værdiansættelse**

# Formål med kurset:

- ❑ At udvikle og anvende teknologier til værdiansættelse af virksomheder/aktier ved brug af årsregnskaber
  
- ❑ Indfaldsvinkler:
  - En disciplineret tilgang til værdiansættelse
  - Sammensmelter fundamentalanalyse og regnskabsanalyse
  - Bygger på udvikling af teknologier, der er anvendelige i praksis

# Formål med kurset - fortsat

## □ Indfaldsvinkler:

- Sammenligner forskellige teknologier ud fra et cost/benefit kriterium
- Anlægger et aktivistisk syn på værdiansættelse: markedet kan være ineffektivt
- Integrerer regnskabsanalyse med corporate finance
- Benytter regnskab som et system til måling af værdiskabelse

# Hvad vil du lære fra kurset?

- Hvorledes fundamentale værdier beregnes
- Hvad der bestemmer en virksomheds værdi
- Årsregnskabers rolle i forbindelse med værdiansættelse
- Hvorledes regnskaber reformuleres mhp. at udlede den relevante information
- Hvorledes nøgletal understøtter værdiansættelsen

## Hvad vil du lære fra kurset? - fortsat

- Betydningen af cash flow og periodiseringer
- Beregne hvad P/E værdien skal være (Fundamental P/E)
- Beregne hvad P/B skal være (Fundamental P/B)
- Lære at udarbejde forecast

# Investment Styles

## Intuitiv investering

- Stoler på intuition og fornemmelse: ingen formel analyse

## Passiv investering

- Accepterer kursen som en fair værdi: ingen formel analyse

## Screening

- Gør beskeden brug af information, men ingen forecasting: minimal analyse

# Investment Styles - fortsat

## □ Fundamental investering

- Udleder værdi gennem forventede payoffs
  - Analyserer information
  - Forecaster payoffs på baggrund af information

# Omkostninger ved de forskellige indfaldsvinkler

- ❑ Fare ved intuitiv investering
  - Selvbedrag – ignorerer evne til at undersøge intuition
- ❑ Fare ved passiv investering
  - ”Pris er hvad du betaler – værdi er hvad du får ”
- ❑ Fare ved screening
  - Ignorerer information omkring fremtiden



# Omkostninger ved de forskellige indfaldsvinkler - forsat

- ❑ Forsigtighed fordrer analyse: et forsvar imod at købe (eller sælge) til den forkerte pris

*Den defensive investor*

- ❑ Aktivisme fordrer analyse: en mulighed for at opspore forkert prisfastsatte aktier

*Den aktive investor*

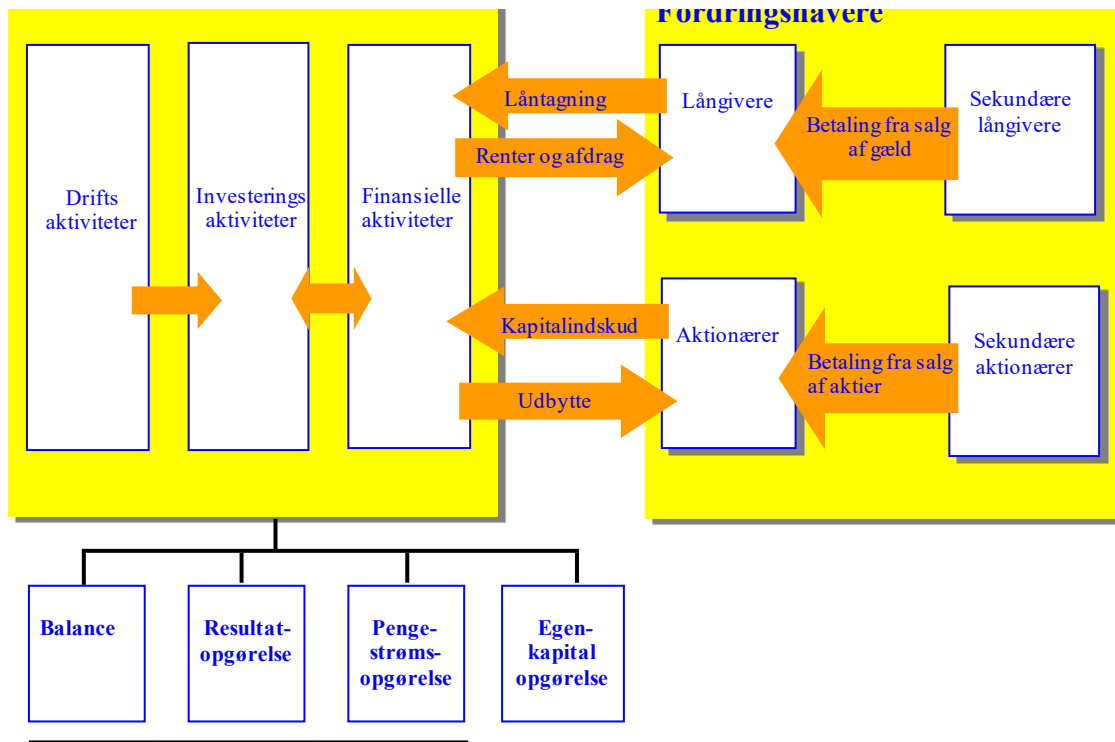
# Fundamentalrisiko og prisrisiko

- ❑ Fundamentalrisiko er risiko, der udspringer af virksomhedens aktiviteter.
- ❑ Prisrisiko er risikoen for at handle til den forkerte pris
  - ✓ Betale for meget
  - ✓ Sælge for billigt

# Spørgsmål fundamentalanalytikerne stiller

- ✓ Coloplast handles til 36 gange dens overskud (dec. 2022). Historisk har P/E ligget på omkring 12. Er Coloplast's P/E-værdi for høj? Hvilken vækst i overskud kræves for at berettige en P/E på 36?
- ✓ Ambu handles til en P/B på 6 (dec. 2022). Historisk har P/B ligget på omkring 1,7. Hvorfor er Ambu's markedsværdi så mange gange større end dens bogførte værdi?
- ✓ DSV har en markedsværdi (market cap) på 247 mia. (dec. 2022). Hvilket fremtidigt salg og overskud understøtter denne værdi?

# Virksomheden, dens fordringshavere og kapitalmarkedet



## De finansielle opgørelser:

Information omkring værdiskabelse

# Virksomhedsaktiviteter

- ❑ **Finansieringsaktiviteter:** vedrører fremskaffelse af kapital fra investorer og tilbagebetaling til investorer
- ❑ **Investeringsaktiviteter:** investerer den rejste kapital i driftsaktiver
- ❑ **Driftsaktiviteter:** udnytter de foretagne investeringer til at producere og sælge produkter

# Virksomhedsanalyse

- ❑ Forstå virksomheden
  - ✓ Forstå forretningsmodellen (strategien)
  
- ❑ De finansielle opgørelser er en optik på virksomheden
  
  
- ❑ Regnskabsanalyse fokuserer linsen

# Forstå virksomheden:

## Kendskab til virksomhedens produkter

- Typer af produkter
- Efterspørgsel efter produktet
- Priselasticiteten for produktet
- Substitutter for produktet. Er det differentieret?
  - På prisen? På kvaliteten?
- Varemærke associering
- Patentbeskyttelse

# Forstå virksomheden:

## Kendskab til teknologien

- Produktionsprocesser
- Marketingsprocesser
- Distributionskanaler
- Leverandørnetværk
- Omkostningsstruktur
- Stordriftsfordele



# Forstå virksomheden

## Kendskab til virksomhedens vidensbase

- Forsknings –og udviklingsprogram
- Ledelsestalent
- Evne til at bringe nye produkter på markedet
- Evne til at forbedre produktionsprocessen
- Læringsfordele

# Forstå virksomheden:

## Kendskab til konkurrencen

- ❑ Industrikoncentration, antallet af virksomheder og deres størrelse
- ❑ Adgangsbarrierer og sandsynligheden for nye indtrængere og substituerende produkter
- ❑ Virksomhedens position i industrien. Er den førende eller en efterfølger? Har virksomheden en omkostningsfordel?
- ❑ Leverandørernes og fagforeningernes forhandlingsstyrke
- ❑ Kapacitet i industrien. Er der over – eller underkapacitet

# Forstå virksomheden:

## Kendskab til ledelsen

- Hvad er ledelsens track record?
- Er ledelsen foretagsom?
- Fokuserer ledelsen på ejernes eller egne interesser?
- Tjener evt. aktieaflønnning ejernes interesser?
- Hvor stærke er Corporate Governance mekanismerne?

# Forstå virksomheden:

## Kendskab til det politiske system

- Virksomhedens politiske indflydelse
- Lovmæssige begrænsninger, monopollovgivning, forbrugerbeskyttelse, arbejdsmiljølovgivning, miljølovning mv.
- Reguleringsmæssige begrænsninger – herunder produkt –og prisreguleringer
- Skattelovgivning

# Nøglespørgsmål

- Har virksomheden en konkurrencemæssig fordel?
- Hvor varig er virksomhedens konkurrencemæssig fordel?
- Hvilke konkurrencekræfter er i spil?
- Hvilken beskyttelse har virksomheden overfor konkurrenterne?

# Værdiansættelsesteknologier:

## Metoder der ikke kræver budgettering

- ❑ Brug af multiple (kap.3)
- ❑ Screening vha. multiple (kap. 3)
- ❑ Aktiv-baseret værdiansættelse (kap. 3)

# Værdiansættelsesteknologier:

## Metoder der kræver budgettering

- Dividende modellen (kap.3)
- DCF modellen (kap. 4)
- Residualindkomst modellen (kap. 5)
- Prissætning af overskud – overskudsvækst analyse (kap. 6)

# Læresætninger inden for fundameltanalyse

- Man køber ikke en aktie, men en virksomhed
- Når der investeres i en virksomhed: forstå virksomheden
- Værdi afhænger af forretningsmodellen, strategien
- Gode virksomheder kan være dårlige køb
- Pris er hvad du betaler værdi er hvad du får
- En del af risikoen ved at investere er risikoen for at betale for meget for en aktie
- Sammenlign ikke hvad du ved med spekulation
- Forankrer i hvad du ved frem for spekulation
- Vær varsom med ikke at betale for meget for vækst
- Når værdi beregnes til at udfordre priser pas på med ikke at lade pris indgå i beregningen
- Hold fast i din overbevisning og vær tålmodig; priser konvergerer mod fundamentale værdier, men det kan tage lang tid.



# Regnskaber

## Fortid og fremtid

- ❑ Nuværende og fortidige regnskaber bruges som information til at forecaste fremtiden
- ❑ Budgetterede årsregnskaber anvendes til at fastlægge payoffs
- ❑ Fundamentalanalyse involverer budgettering
- ❑ Budgettering involverer udarbejdelse af pro forma regnskaber omkring fremtiden: Pro forma analyser

# Bogens opbygning

- ❑ Del 1 Baggrund
  - Værdiansættelsesmodeller
  - Regnskabets rolle i værdiansættelsen
- ❑ Del 2 Analyse af information
- ❑ Del 3 Budgettering og værdiansættelse
- ❑ Del 4 Analyse af regnskabet
- ❑ Del 5 Kapitalomkostninger og risiko

# Kursusmateriale

## □ Pensumbog

**”Financial Statement Analysis and Security Valuation” 5. udgave af Stephen Penman, McGraw-Hill 2012.**

## □ Bogens hjemmeside

<http://www.mhhe.com/penman5e>