

Regnskabsanalyse og aktievurdering

Forelæsning 1

Vi ser ikke på finansielle virksomheder, eksempel pengeinstitutter og forsikringselskaber.

Kapitel 3-16 er relevant for eksamen, andre kapitler bliver der ikke ført spørgsmål til.

Begreber:

- P/E: price to earnings.
- P/B: price to book.
- Intuitiv investering: Stoler på intuition og fornemmelse: ingen formel analyse.
- Passiv investering: acceptere kursen som en fair værdi. Ingen formel analyse. Lav en portefølje som svarer til ens beta værdi (risiko).
- Screening: Gør beskeden brug af information men ingen forecasting. Minimal brug af analyse. Man kan screene på P/E og P/B.
- Fundamental investering: udleder værdi gennem payoff. Bruger forecast, anal
-

Fundamentalrisiko er risiko der vedrører sig virksomhedens aktiviteter. Risiko ved at drive virksomheden. Kan man diversificere sig væk fra.

Prisrisiko: Risikoen for at handle til den forkerte pris. Betale for meget og sælge for billigt.

Ambu har højt P/B, hvilket måske kan forklares i at B er lille, fordi Ambus vigtigste aktiv er viden i deres medarbejdere, hvilket ikke kan måles.

Kapitaludvidelse til markedskurs.

10 udestående aktier

Handles til kurs 100.

Værdi: 1000.

Efter tilføjer vi nu 5 nye aktier, til samme kurs derfor en ny værdi på 500. i alt 1500. Dog skal vi huske antal aktier er steget med 5 i alt 15 nu. Dvs. $1500/15=100$ kr. per akite.

Altså, er prisen per akite det samme og værdien er uændret. Det samme gælder hvis vi mindsker antallet af aktier.

Dette var til markedskurs.

Hvad hvis vi udsteder aktier til underkurs.

Pris per aktie er 150, men vi tillader medarbejderen at købe en aktie til 100. Dette medfører et tab på 50 for virksomhedens nuværende ejere.

Eksempel vi udsteder 5 nye aktier, i alt 15 aktier nu i stedet for 10.

Prisen for den ny aktier er 80, hvorfor vi har en værdi på 400. i alt er værdien af aktierne 1400. Men prisen per aktie er $1400/15 < 100$ (start prisen for en aktie). Altså, er værdien per aktie faldet.

Udstedelse af aktier til underkurs fører til værditab.

Til markedskurs er værdien uændret.

Udbytte eksempel. Virksomhed 1 udbetaler udbytte og virksomhed 2 gør ikke.

Når en virksomhed betaler udbytte på 200 når den har en aktie 1000, falder den 800, men deres pengekasse stiger med 200, hvorfor værdien af virksomheden stadig er 1000. Altså, værdien af virksomheden er uændret uanset om den betaler udbytte eller ej.

Rentebetalinger og låntagning er som udgangspunkt værdineutral altså ville ikke ændre værdien af virksomheden.

Værdi skabes gennem driftsaktiviteter som udnytter imperfektioner af markederne. Handler om at skabe en overnormal profit. Handler om at positionere sig på faktamarkedet sådan at man får en monopol ligende tilstand for at skabe overnormalprofit.

Alle værdiansættelsesmodeller skal give samme værdi ved korrekt anvendelse.

Modellerne er:

Dividende model.

DCF.

Residualindkomst model.

Prissætning af overskud - overskudsvækst analyse.

Det vigtigste man skal have fokus på er:

1. Budgetforudsætningerne: Dette er den vigtigste.
2. Diskonteringsfaktoren:
3. Valg af model:

Bogens hjemmeside er ikke pensum.

Totalindkomstopgørelsen er resultatopgørelsen plus overførsler mellem ejerne. Altså, resultatet fra resultatopgørelsen plus minus værdireguleringer, som er reguleringer der bliver først direkte på EK posten.

$CNI = NI \pm OCI$.

Investering i egenkapitalen på 20 bliver ikke bogført i resultatopgørelsen men på egenkapitalopgørelsen.

Indre værdis præmie: Hvad jeg er villig til at betale udover hvad egenkapitalen faktisk er.

En virksomhed skaber værdi når afkastkravet bliver opfyldt. Eksempel, når virksomheden skaber et overskud på 8% opfylder afkastkravet er der skabt værdi for ejerne.

Hvis $VE/B > 1 \rightarrow ROE > Ve$ (afkast-kravet): Ser vi at virksomheden skaber værdi.

Hvis $VE/B < 1 \rightarrow ROE (6\%) < Ve(8\%)$: Her ser vi at virksomheden mister værdi.

I en perfekt verden vil aktieafkast være lig totalindkomst, men vi har ingen perfekt verden. IRL, vil de ikke være lig hinanden.

Forelæsning 2

Vi laver værdiansættelse og referer til priserne men dette er ikke særlig godt, eftersom at vi prøver at forudsige priserne på baggrund af priserne. Dog antager vi derfor at priserne er efficiente nok at bruge priserne. Men hvorfor så prøve at forudsige prisen for Vestas nu hvor vi lige har antaget at de er efficiente.

Lav aldrig multiple analyse alene for at vurdere virksomheder. Kombiner med dcf som eksempel.

Man kan også bruge unlevered multiple som analyse af virksomheder. Denne er uafhængig af kapital struktur.

Man kan beregne udbytte-justeret P/E.

I screeninganalyserne mangler man risikovurdering. Man ved ikke hvor meget risiko man påtager sig.

Biologiske aktiver bliver ført til markedspris.

DCF forekaster cashflow.

Brug direkte modeller, som DDM når vi skal værdiansætte virksomheder.

man kan ikke vurdere hvorvidt en virksomhed skaber værdi eller ej, på baggrund af om den udbetaler dividender.

Det som ligger udover den peripode man bruger til beregning af nutidsværdi modeller, bliver samlet op i Gordons formel.

$$\frac{X_{r+1}}{r - g} + \frac{1}{(1 + r)^T}$$

Hvor g er den langsigtede nominelle vækstrate (forventet). 4% historisk.

Når vi tilbagediskontere, skal vi bruge det antal år vores model bygge på.

FCF viser ikke om virksomheden skaber værdi.

Værdi bliver skabt når det faktiske afkast er højere end forventede afkast.

Forelæsning 3

I et efficient marked forventes prisen at vokse med det forventede afkastkrav.

Direkte modeller: Diskonteres med ejernes afkastkrav. Finder direkte værdien af egenkapitalen. DDM og RE modellen er direkte.

Indirekte modeller: Du finder først værdien af hele virksomheden og trækker værdien af gælden fra.

DDM er pengestrøm baseret.

RE er regnskab baseret og er en direkte model.

Det centrale er at finde FCF: det frie cash flow. Findes ved C-I.

Når vi øger investeringer, reducerer vi cash flow. Hvis vi har negativ frit cash flow har vi et likviditetsbehov. Virksomheden skal derfor skaffe ny kapital gennem udstedelse af aktier eller optage gæld.

Hvis vi har et regnskab hvor det frie cash flow svinger meget mellem plus og minus så har vi et problem. Vi kan ikke bruge negativ cash flow til noget. Der mangler matching.

Gå med earnings forecast hvis det frie cash flow er negativ i for mange perioder.

Overnormalt overskud. Definer først normal overskud.

Kapitaloverskud: $100 * 8 \text{ pct (forventet overskuds)} = 8 \text{ kr. forventet overskud.}$

Hvis jeg så får 10 kr. Så har jeg et overnormalt overskud på 2 kr. (PE) procedur earning.

Metode 1: $10 - (0.08 * 100) = 10 - 8 = 2$

Metode 2: EK-RE. Hvis min RE ligger over det forventede har jeg overnormal overskud.
 $(0.1 - 0.08) * 100$

Dividender betyder ikke noget når vi finder værdien af virksomheden. Om virksomheden betaler dividender eller ej skaber ikke værdi eller mindsker værdi.

Man kan bruge dividendemodellen på både virksomheder der betaler dividender og ikke betaler dividender. Men det kræver at vi har et skøn på hvornår virksomheden bliver likvideret.

Tag højde for hvor meget kapital der er investeret for at skabe den givet værdi.

Forelæsning 5

$$V = B + P_{VE}$$

DCF er indirekte pengestrømsbaseret.

RE modellen er direkte og regnskabsbaseret model.

RIM også direkte og regnskabsbaseret.

AEG er også direkte og regnskabsbaseret.

DCF er indirekte og pengestrømsbaseret.

$RE = AE$ (Abnormal earnings).

AEG = vækst i residual overskud.

Da vi ikke har balancen med i AEG kan vi ikke beregne ændringen i RE-modellen.

Hvis V/B er større end P/B så køber vi. Det vi beregner det er den fundamentale værdi, altså hvad aktien bør handles til.

Overnormal overskud. Når overskuddet er større end forventet afkast.

Når cum dividends er ens med forventet med afkast krav, så vil AEG være 0. Hvis CUMDIV er større ville AEG være positiv.

Normal earnings = $Earning_{t-1} * (1+pe)$

$AEG = CUMDIV \text{ earning} - \text{normal overskud}$.

Brug core earning (renset for særlige poster) når man beregner trailing. Vi arbejder altid med forward trailing P/E værdier.

Sammenlign den indre P/E med den handlede P/E.

Når pengestrømsopgørelsen ikke bliver rørt så vil der ikke ske ændringer i DCF og RE modellerne.

Forelæsning 6

AEG er en direkte model fordi den finder egenkapitalen direkte.

$AEG = CDE - NE$.

$CDE = Earnings + Reinvested \text{ earning}$

$NE = Earnings_{-1} * \text{Afkastkrav}$.

Minoritetsinteresser opstår når moderselskaber ikke ejer 100 pct. Af datterselskabet.

Præferencekapital bliver anset som gæld hvorfor følgende gælder:

Præferenceudbytte er finansiel omkostning

Poster der ikke er indregnet i resultatopgørelsen ligger under "anden totalindkomst".

Return on common equity ROCE, er det vigtigste nøgletal set med de ordinære aktionæres øjne.

Finansielle forpligtelser er dem man har hentet fra kapital markedet de andre er driftforpligtelser.

Der kan ligge renter under anden gæld. Se på virksomhedens note, for at vurdere om der er renter på posten.

Se efter restrikerede likvider. Det vil sige at nogen af likviderne ikke trækkes fuldt ud fordi de f.eks. er bundet til fast til noget.

Forelæsning 7

OI bliver fordelt mellem OI_sales og OI_other.

OI_sales = sales-operating expenses.

OI_other = dirty surplus.

PM_sales fortæller noget om lønsomheden. Eksempel, hvor meget det koster at sælge en øl.

På balancen ved reformulering:

Post: Kapital andele i ass virksomheder: Aktie andel mellem 20-50 pct.

Balancen i det ass virksomheden:

Egenkapital: 300

Gæld: 100

Aktiver: 500

Bliver opgørt som indre værdis metode:

$A-F=E$

$400-100=300$

I moder selskabet som ejer 1/3 af ass virksomheden, skal vi indberegne:

100 i kapital andele i ass virksomhed.

Dette er operating asset, dvs. drift aktiv.

Vi reformulere ikke ass virksomheds balance. Det kan vi ikke.

Derfor bliver dette Operating income OI, fordi det er operating asset. Dog indeholder den 1/3 også finansielle indtægter og omkostninger, men vi har ikke informationer til at sortere disse fra, og dette er problemstillingen.

Vi skal dekomponere ROCE før vi kan sige om et fald i ROCE et betydningsfyldt eller ej. Fordi et fald i ROCE kan skyldes et fald i geraingen som betyder fald i forventet afkastkrav, hvorfor et fald i ROCE ikke et betydningsfyldt.

Når vi laver tidsanalyse kan der være en del ting som kan skabe støj, eksempel købt sig ind i et forretningsområde der er meget mere volatil.

Eksempel en ny leasing post indkommer i virksomheden som kan skabe støj og får NOA til at falde.

Aktiver bestemt for salg. Kommenter ved reformulering.

Fokuser på renter og værdipapirer til eksamen

Forelæsning 8

Når vi ser på RONA fokusere vi kun på driften og ikke de finansielle aktiver.

Forelæsning 9

Chapter 14.

Firmaer hvor residualoverskudet målet til markedsværdi kan være grise farme, hvor man kender kg. pris på en gris eller oliefirmaer eller laksefarme.

Vi har værdien af virksomheden hvis vi har en perfekt balance hvor alt i balancen er målt til markedsværdi uden synergieffekter.

Husk at tage højde for stigende afkastkrav når firma påtager sig gæld. Se på den inverse forward earnings for at få det nye afkastkrav.