



VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU
VASA YRKESHÖGSKOLA
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Simon Hägglund

VÄRDEINVESTERING

Företagsekonomi och turism
2013

VASA YRKESHÖGSKOLA
Företagsekonomi

ABSTRAKT

Författare	Simon Hägglund
Lärdomsprovets titel	Värdeinvestering
År	2013
Språk	Svenska
Sidantal	74
Handledare	Niklas Kallenberg

I detta arbete behandlar jag ämnena värdeinvestering och fundamental analys. Syftet med undersökningen är att undersöka företag i Large Cap-indexet på Helsingforsbörsen för att försöka hitta undervärderade aktier.

Lärdomsprovets teoretiska del innehåller till största delen information från kurslitteratur inom ämnet finans. I den teoretiska delen behandlar jag aktier som investeringsform, principer för värdeinvestering och fundamental analys, värdering med hjälp av diskonterade kassaflöden, samt risk.

Den empiriska undersökningen, som är riktad mot de största bolagen på Helsingforsbörsen, är utförd med hjälp av finansiell information från Kauppalehti och bolagens bokslut. Bolagen har sorterats och filtrerats efter nyckeltalskriterier varefter de bolag som passerat filtreringen har undersökts med hjälp av fundamental analys.

Ämnesord	Aktier, investering, värdeinvestering, fundamental analys, Benjamin Graham
----------	--

VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES
Business Economics

ABSTRACT

Author	Simon Hägglund
Title	Value investing
Year	2013
Language	Swedish
Pages	74
Name of Supervisor	Niklas Kallenberg

This thesis deals with the subjects of value investing and fundamental analysis. The target of the thesis is to study the companies forming the Large Cap-index of the Helsinki Stock Exchange in order to find under-valued stocks.

The theoretical part of this thesis in larger part contains information from course literature on the subject of finance. In the theoretical part I discuss stocks as an investment, principles of value investing and fundamental analysis, valuing using the discounted cash flow method, and risk.

The analysis, which is aimed towards the largest companies at the Helsinki Stock Exchange, is conducted using financial information from Kauppalehti and the companies' annual reports. The companies have been sorted and screened using key figures and ratios. The remaining companies have been analyzed in detail using fundamental analysis.

Keywords	Stocks, investing, value investing, fundamental analysis, Benjamin Graham
----------	---

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

ABSTRAKT.....	2
ABSTRACT.....	3
FÖRTECKNING ÖVER FIGURER OCH TABELLER.....	7
ORDLISTA.....	9
1 INLEDNING	10
1.1 Syfte	10
1.2 Problemområde	10
1.3 Avgränsningar.....	10
2 AKTIER	12
2.1 Hur får bolaget in mer kapital?	12
2.2 Vad är en aktie?	12
2.3 Vad påverkar aktiekursen	13
2.4 Aktiens nyckeltal	14
3 VÄRDEINVESTERING	19
3.1 Vad är värdeinvestering?	19
3.2 Risk och diversifiering	19
3.3 Investering och spekulatoin	20
3.4 Mr. Market	21
3.5 Fungerar värdeinvestering?.....	22
3.6 Hur hittar man undervärderade aktier?	22
4 FUNDAMENTAL ANALYS	24
4.1 Företagets finansiella rapportering	24
4.1.1 Balansräkning.....	25
4.1.2 Resultaträkning	26
4.1.3 Kassaflödesanalys	27
4.2 Bolagets finansiella ställning	28
4.2.1 Räntabilitet och effektivitet.....	28
4.2.2 Likviditet.....	30

4.2.3	Soliditet	32
5	VÄRDERING.....	33
5.1	Diskonterade kassaflöden	33
5.1.1	Dividenddiskonteringsmodeller	34
5.1.2	Gordons tillväxtmodell	35
5.1.3	Tvåstegsmodell	36
5.2	Komparativ värdering	38
5.2.1	Olika komparativa värderingsmetoder	39
6	RISK.....	40
6.1	Vad är risk?.....	40
6.2	Risk och avkastning	41
7	ARBETETS EMPIRISKA DEL.....	44
7.1	Identifiering av bolag	44
8	ORION OYJ	48
8.1	Fundamental analys	49
8.1.1	Lönsamhet.....	49
8.1.2	Räntabilitet och effektivitet.....	51
8.1.3	Likviditet.....	52
8.1.4	Soliditet	53
8.2	Komparativ värdering	55
8.3	Värdering med diskonterade kassaflöden	56
9	NOKIAN RENKAAT	59
9.1	Fundamental analys	60
9.1.1	Lönsamhet.....	60
9.1.2	Räntabilitet och effektivitet.....	61
9.1.3	Likviditet.....	62
9.1.4	Soliditet	63
9.2	Komparativ värdering	65
9.3	Värdering med diskonterade kassaflöden	66
10	SLUTDISKUSSION	68
10.1	Resultat av undersökningen	68

10.2 Förslag till fortsatt forskning	69
KÄLLFÖRTECKNING	71

FÖRTECKNING ÖVER FIGURER OCH TABELLER

Figur 1.	Värde per aktie och den förväntade tillväxttakten	s. 36
Figur 2.	Utgångspunkten för filtrering av företag	s. 45
Figur 3.	Resultat per aktie och vinstutveckling för OMXH25	s. 46
Figur 4.	Resultat efter filtrering	s. 47
Figur 5.	Orions omsättning	s. 48
Figur 6.	Orions omsättning och marginaler	s. 49
Figur 7.	Tillgångar Orion Oyj 2011-2012	s. 50
Figur 8.	Cash Conversion Cycle för Orion Group	s. 51
Figur 9.	Cash Conversion Cycle för Mylan Inc	s. 52
Figur 10.	Likviditetstal för Orion	s. 52
Figur 11.	Soliditet och räntetäckningsgrad för Orion Group	s. 53
Figur 12.	Eget kapital och skulder, Orion Group	s. 54
Figur 13.	Prisrelaterade data för Orion Group 2008-2012	s. 55
Figur 14.	Avkastningskrav för Orion	s. 56
Figur 15.	Värdet på Orions aktie enligt tvåstegsmodellen	s. 57
Figur 16.	Omsättning enligt område för Nokian Renkaat	s. 59
Figur 17.	Lönsamhetsberäkningar för Nokian Renkaat	s. 60
Figur 18.	Cash Conversion Cycle för Nokian Renkaat	s. 61
Figur 19.	Cash Conversion Cycle för Goodyear	s. 62
Figur 20.	Likviditetstal för Nokian Renkaat	s. 62
Figur 21.	Soliditet och räntetäckningsgrad, Nokian Renkaat	s. 63
Figur 22.	Eget kapital och skulder, Nokian Renkaat	s. 64
Figur 23.	Prisrelaterade nyckeltal för Nokian Renkaat	s. 65

- Figur 24.** Avkastningskrav för Nokian Renkaat s. 66
- Figur 25.** Värde på Nokian Renkaat enligt dividend-diskonteringsmodellen s. 67

ORDLISTA

Beta – Ett mått på marknadsrisk

Cash Conversion Cycle (CCC) – Rörelsekapitalets omsättningshastighet

Diversifiering – Att sprida risker genom att investera i många olika aktier

Dividend – Utbetalning av vinstmedel till aktieägare

EBIT – Vinst före skatt och finansiella poster

Fundamental analys – En analys av företagets finansiella hälsa i syfte att få reda på ett sant värde på företaget

Initial Public Offering – Förstagångsemission av aktier

Intrinsic Value – Det egentliga eller sanna värdet på en aktie

Likviditet – Företagets kortsiktiga betalningsförmåga

Plow-back ratio – Andel av vinstmedel som hålls kvar i företaget

P/B-tal – Pris i förhållande till substansvärdet per aktie

P/E-tal – Pris i förhållande till resultat per aktie

ROA – Avkastning på totalt kapital

ROCE – Avkastning på sysselsatt kapital

ROE - Avkastning på eget kapital

ROI – Avkastning på investerat kapital

Räntabilitet – Avkastningen på företagets kapital

Soliditet – Företagets långsiktiga betalningsförmåga

Värdeinvestering – Att köpa undervärderade tillgångar

1 INLEDNING

Det förefaller säkerligen inte som en stor nyhet att 2000-talet har lett till besvikelser för ett stort antal investerare. De ekonomiska kriserna har avlöst varandra och med börskurserna på låga nivåer har många aktiesparare sett sina förmögenheter gå förlorade. I sviterna av den stora depressionen på 1930-talet utvecklade Benjamin Graham den teoretiska grunden till värdeinvestering, som går ut på att hitta företag vars underliggande värde överskrider priset på aktien. Benjamin Graham ansåg att genom att köpa en aktie till lägre pris än vad aktien egentligen är värd kan man skydda sig mot eventuella nedgångar och samtidigt göra en bra affär när väl marknaden upptäcker att aktien är undervärderad, eftersom efterfrågan och priset därmed stiger. Graham studerade företagen med hjälp av fundamental analys, det vill säga att studera företagets finansiella hälsa.

1.1 Syfte

Syftet med detta arbete är att studera principerna för värdeinvestering och fundamental analys. Med hjälp av Benjamin Grahams ramverk för värdeinvestering skall jag undersöka den finska aktiemarknaden för att försöka hitta undervärderade aktier.

1.2 Problemområde

Jag kommer att studera bolag noterade på Nasdaq OMX Helsinki och med hjälp av fundamental analys och nyckeltal undersöka vilka bolag som enligt Graham skulle kunna bedömas som attraktiva. Med hjälp av olika värderingsmodeller försöker jag sedan söka svar på om aktien är billig eller dyr.

1.3 Avgränsningar

Detta arbete kommer att behandla investering och aktieanalys. Mer specifikt inriktas arbetet på fundamental analys och Grahams ramverk för värdeinvestering. Den empiriska delen kommer att grundas på tillgänglig information och nyckeltal

från Kauppalehti samt bolagens finansiella rapporter. Arbetet kommer att behandla de 25 största bolagen på Nasdaq OMX Helsinki, som bildar Large Cap-indexet.

2 AKTIER

2.1 Hur får bolaget in mer kapital?

När bolaget grundas, utvecklas och växer är det i behov av kapital. Kapital kan fås genom intern eller extern finansiering. Intern finansiering betyder att bolaget gör vinst och därigenom ökar det egna kapitalet. Det tar emellertid tid att göra vinst. Vid större investeringar krävs oftast också mer än vad som kan erhållas av vinstmedlen. Därför kan också bolaget vända sig till externa finansiärer. Detta gör man genom att lyfta lån eller emittera värdepapper såsom exempelvis aktier eller masslån. (Börsstiftelsen, Vad man bör veta om värdepapper, 2010)

Masskuldebrevslån, eller masslån, är en skuld som ställs ut av företaget till allmänheten för en viss tid, till en viss ränta. Ofta utbetalas en årlig (eller 2 gånger per år) räntebetalning, en så kallad kupongränta. En annan väsentlig skillnad mellan aktiekapital och lån är var den upptas i bolagets balansräkning. Aktiekapital sorteras under eget kapital, medan masskuldebrevslån sorteras under främmande kapital. (Börsstiftelsen, Vad man bör veta om värdepapper, 2010)

2.2 Vad är en aktie?

En aktie representerar ägande i ett aktiebolag. Varje aktie berättigar till en röst som kan användas vid bolagstämman samt till en del av bolagets tillgångar och vinstmedel (utbetalning i form av dividend). Det finns två typer av ersättningar till aktieägare; dels dividend och dels stegring i marknadspriset. Aktiebolaget kontrolleras av en styrelse som väljs av bolagsstämman. Styrelsen väljer sedan ut en ledning som skall sköta bolagets dagliga verksamhet. (Investments, 2003)

De två viktigaste egenskaperna hos en aktie är fordringsordningen samt det begränsade ansvaret. Fordringsordningen är sådan att aktieägarna står sist på tur att få ut medel ur bolaget vid exempelvis en likvidering; före i kön står exempelvis skattemyndigheter, anställda, leverantörer, borgenärer och finansinstitut. Ansvaret är begränsat såtillvida att det mesta investeraren kan

förlora i händelse av en konkurs är summan denne investerat, till skillnad från andra bolagsformer där borgenärerna kan göra anspråk på ägarens personliga tillhörigheter såsom hus, bil och så vidare. Det värsta som kan hända är alltså att aktien blir värdelös. (Investments, 2003)

Bolag som skall noteras på börsen och för första gången emitterar värdepapper gör så genom en så kallad Initial Public Offering (IPO). Aktierna marknadsförs då till allmänheten via investmentbanker på den så kallade primärmarknaden, mot en provision. Handel med redan utgivna värdepapper sker på sekundärmarknaden – det vill säga på börsen. (Investments, 2003)

Man kan handla aktier på olika börser världen över; exempelvis New York Stock Exchange i New York - världens största börs där över 3300 bolag finns noterade, London Stock Exchange i Storbritannien och i Finland har vi Nasdaq OMX Helsinki, där cirka 140 bolag finns noterade.

2.3 Vad påverkar aktiekursen

Aktieägare skiljer sig från varandra i många avseenden; de har olika ålder, förmögenhet, risktolerans och investeringsstrategi. En sak har dock alla aktieägare gemensamt – de vill att företaget skall maximera marknadsvärdet på deras aktie. Då kan aktieägaren spara nu för att spendera senare. Om aktieägaren inte tror att företaget klarar av att öka värdet på aktien kan han eller hon sälja aktien för att spendera pengarna eller köpa aktier i ett annat bolag. Målet för företagets ledning är alltså att hitta projekt som leder till att marknadsvärdet på aktien ökar. Detta gör företaget genom att satsa på projekt som ger bättre avkastning än vad ägaren kan hitta på egen hand. (Principles of Corporate Finance, 2011)

Ta som exempel Bolag A som på bolagsstämman presenterar ett nytt Projekt A som väntas ge 15 % avkastning på eget kapital. Detta ställs i förhållande till aktiemarknaden, som enligt bästa tänkbara scenario väntas kunna avkasta 10 %. Avkastningen är alltså 5 % högre i Projekt A än om investeraren på egen hand skulle investera på aktiemarknaden – han bör alltså investera i Bolag A istället för

att på egen hand lägga pengarna på aktiemarknaden eftersom hans pengar avkastar mer i Bolag A.

Det finns en rad faktorer som påverkar inte bara det allmänna prisläget utan även den enskilda aktiens pris. Aktiekurser fluktuerar, det vill säga rör sig upp och ner, efter utbud och efterfrågan som i sin tur påverkas av konjunkturläget, framtidsförväntningar om det ekonomiska läget samt politiska beslut. Enskilt bestäms också aktiekursen av bolagets tillväxtmöjligheter, förväntade dividender samt lönsamhet. Om bolaget förväntas förbättra sitt resultat, kommer också aktiekursen att stiga. Om bolaget förväntas försämra sitt resultat, kommer aktiekursen att sjunka. Aktiemarknaden har en tendens att överdriva nyheter, goda som dåliga, vilket ofta leder till att aktiekursen inledningsvis rusar åt endera hållet. Denna hysteri kan också påverka andra aktier. (Börsstiftelsen, Vad man bör veta om värdepapper, 2010)

2.4 Aktiens nyckeltal

På börssidorna i ekonomiska dagstidningar såsom exempelvis Kauppalehti och Dagens Industri finner man förutom de senaste aktiekurserna en del nyckeltal. Dessa nyckeltal, t.ex. P/E-tal och direktavkastning, baserar sig på marknadsinformation och ger en fingervisning om hur marknaden värderar bolagen och deras vinst. (Harrington 2004)

Resultat per aktie

En vanlig utgångspunkt i marknadsanalys är resultatet per aktie (eng. Earnings per share, EPS). Resultatet per aktie beräknas med utgångspunkt i företagets redovisade vinst enligt resultaträkningen. Nyckeltalet berättar hur mycket vinst företaget har genererat per aktie. (Harrington 2004)

$$\text{Resultat per aktie} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Antalet aktier}}$$

P/E-tal

Vinstmultiplikatorn, eller i dagligt tal P/E-talet (eng. Price/Earnings) är ett vanligt mått på hur marknaden värderar bolagets tillväxtpotentialer. P/E-talet fås genom att dividera priset på aktien med bolagets senaste fastställda resultat per aktie. Variabeln E i formeln kan också framställas som ett medelvärde på tidigare resultat eller en framtida prognos (eng. Forward Earnings), det gäller att veta vilket tal som används. P/E-talet talar om för oss hur mycket marknaden per euro är beredd att betala för bolagets vinst. P/E-talet kan också avslöja huruvida bolaget är övervärderat eller inte. Den här typen av värdering är egentligen inte särskilt intressant om man bara ser till den enskilda aktien utan man bör jämföra med liknande bolag eller branschen i genomsnitt för att mer korrekt kunna bedöma och tolka värderingen. (Investments, 2005)

Det finns ingen standard för vad ett P/E-tal skall vara; om resultatet förväntas växa i snabb takt kan det vara motiverat med ett högre P/E-tal, står tillväxten stilla eller t.o.m. har en nedåtgående trend kan det vara motiverat med ett lägre P/E-tal. Det finns dock en fallgrop – kapitalstrukturen. P/E-talet tar bara hänsyn till aktiens pris och resultatet, inte om resultatet har erhållits med hjälp av hävstång i form av främmande kapital. (Khan Academy, P/E-conundrum, 2009)

Låt oss som exempel ta två företagare som båda vill starta upp ett företag för 100 000 euro. Företagare A betalar alla tillgångar med egna medel, medan Företagare B endast har 10 000 euro i eget kapital, och tar således ett lån på 90 000 euro. De båda företagen är i stort sett likadana och omsätter under det första året 100 000 euro. Kostnaderna är i stort sett identiska och företagen erhåller en rörelsevinst på 30 000 euro. Utöver det betalar Företagare B 5 % ränta på sitt lån, alltså 4500 euro. Efter skatt lämnar Företagare A med 21000 euro i resultat och Företagare B med 17850 euro. (Khan Academy, P/E-conundrum)

För enkelhets skull ges båda företagen ett P/E-tal på 10. Den operativa verksamheten är i stort sett identisk och företagen gör ungefär samma resultat.

Båda företagen har 10 000 aktier var. Priset på Företagare A:s aktie blir då 21 euro och priset på Företagare B:s aktie blir 17,85 euro. Så långt allt väl. Det egna kapitalet i A respektive B är sammanlagt 100 000 euro för A samt 10 000 euro för B. Marknadsvärdet däremot är 210 000 euro för A samt 178 500 euro för B. Företagare B som endast har 10 000 euro i eget kapital får en värdering på 17 gånger det egna kapitalet. Företagare A å andra sidan med en mycket mer hälsosam kapitalstruktur värderas enbart 2,1 gånger det egna kapitalet. (Khan Academy, P/E-conundrum)

Dividend

Oftast anges dividenden per aktie, det vill säga om dividenden är 0,5 euro så avses 0,5 euro per aktie. Man pratar också om direktavkastning (eng. dividend yield), vilket beräknas i procent av börskursen. Detta uttrycker hur stor del av aktiens värde som ägaren får till sitt förfogande ”direkt”. Direktavkastningen kan till exempel jämföras med marknadsräntan eller räntor på obligationer. (Investments, 2005)

$$\text{Direktavkastning} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Börskurs}}$$

Den totala avkastningen till investerare kommer dels från värdestegringen och dels från erhållna dividendutbetalningar. Den del av den utdelningsbara vinsten som inte återinvesteras i företaget kan delas ut som dividend. Den totala avkastningen, eller Holding Period Return på engelska, kan uttryckas som:

$$\text{Total avkastning} = \frac{\text{Pris vid försäljning} - \text{Pris vid köp} + \text{Dividend}}{\text{Pris vid köp}}$$

Substansvärde och marknadsvärde

Företagets substansvärde (eng. Book value) är nettovärdet på bolaget enligt balansräkningen, med andra ord det som blir kvar efter att alla tillgångar är sålda och alla skulder är betalda. Det som då återstår är delbart mellan aktieägare, det vill säga det egna kapitalet. Substansvärdet räknas ut som:

Eget kapital = Tillgångar - Skulder

Substansvärdet per aktie blir således:

Substansvärde per aktie = Eget kapital / Totala antalet aktier

Marknadsvärdet eller marknadskapitaliseringen å andra sidan är det sammansatta värdet på bolagets utställda aktier. Det totala marknadsvärdet fås genom att multiplicera aktiepriset med antalet aktier. Marknadsvärdet kan ultimata ses som värderingen av hur företaget skapar värde av tillgångarna. (Investments, 2005)

P/B-tal

Aktieanalytiker och ekonomichefer räknar ofta på hur mycket värde som skapats per investerad euro. Detta kalkyleras genom förhållandet mellan aktiens marknadsvärde och bokföringsvärde, på engelska kallad price-to-book ratio, eller P/B-tal (i brist på motsvarande svenskt begrepp). I *Exempel Abp* är P/B-talet:

30 miljoner euro / 20 miljoner euro = 1,5

Med andra ord har *Exempel Abp* multiplicerat värdet på sina aktier 1,5 gånger. Det finns nackdelar med att mäta prestanda med hjälp av marknadsvärdet. För det första reflekterar marknadsvärdet investerarens framtidsförväntningar. Även om uppmärksamhet också riktas mot lönsamhet i bolaget kan marknadsvärdet ge diffusa indikationer om prestanda eftersom också framtidsförväntningarna är medräknade i priset. För det andra kan de inte användas i privata bolag, där det

inte finns något fastställt marknadspris för aktien. (Principles of Corporate Finance, 2011)

3 VÄRDEINVESTERING

Benjamin Graham gav tillsammans med David Dodd i deras bok *Security Analysis* (1934) upphov till en teori som senare skulle kallas värdeinvestering. Värdeinvestering, enligt Graham, är att köpa värdepapper när priset med marginal underskrider det egentliga värdet och att sälja värdepapper när priset överskrider det egentliga värdet. Investering är bäst när den är affärsmannamässig; du köper en vara för att kunna sälja den med vinst, inte med förlust. I boken *The Intelligent Investor*, som utgör grunderna till detta arbete, tar Graham upp ramverket och principer för värdeinvestering.

3.1 Vad är värdeinvestering?

Kärnkoncepten i *The Intelligent Investor* är att aktien representerar ägande i ett verkligt företag och därför är inte det egentliga värdet på företaget beroende av aktiepriset. Marknaden pendlar ständigt mellan pessimism och optimism, vilket gör aktien antingen för billig eller för dyr. Man ska investera när värdet är högt och priset är lågt, och sälja när värdet är lågt och priset är högt. Det framtida värdet av en investering är en funktion av nuvärdet, det vill säga att ju högre pris du betalar desto lägre blir avkastningen. Enligt Graham bör man köpa en aktie när tillgångens värde överskrider marknadspriset på tillgången. Det här är något som kan tillämpas såväl i affärslivet som i vardagen. Låt oss säga att en vara kostar fem euro, vilket du tycker den är värd, varför inte vänta till ett annat tillfälle då varan är på rea och du kan köpa den för halva priset? Varan, som är värd 5 euro, betalar du nu 2,50 euro för. Detta för oss in på nästa koncept inom värdeinvesteringen. (Graham 2006)

3.2 Risk och diversifiering

Om du vet att varan vanligtvis kostar 5 euro tjänar du på att köpa varan till halva priset. Möjligheten att varan sjunker ännu mer i pris finns, och det utgör ytterligare ett gott köpläge, men sannolikt kommer varan snart att kosta fem euro

igen. Kanske stiger den också ännu mer. Samma sak gäller enligt Graham för aktier. Genom att köpa en aktie för mindre än vad aktien är värd minskar risken för ytterligare nedgångar utgående från antagandet att marknaden snart kommer att inse att aktien är för billig. Genom att köpa aktien till ett lägre pris gör också att du får högre avkastning när aktien väl går upp i pris, än om du skulle ha köpt den till det vanliga priset. Den här teorin kallar Graham säkerhetsmarginalen (eng. Margin of Safety). (Graham 2006)

Risk enligt Graham är risken att betala för mycket för en aktie. Argumentet klargörs i fallet med undervärderade aktier. Det finns en klar skillnad mellan pris å ena sidan och ett uppskattat värde å andra sidan. Skillnaden däremellan är säkerhetsmarginalen. Den finns till för att dämpa effekten av felkalkyleringar eller helt enkelt otur. Köparen av förmånliga aktier lägger särskild vikt vid investeringens förmåga att motstå en negativ utveckling. Om företagets pris på sikt återhämtar sig även om vinstutvecklingen inte motsvarar förväntningarna, kan investeraren således ha uppnått en tillfredsställande avkastning. (Graham 2006)

Konceptet med säkerhetsmarginal är tätt sammankopplad med principen om diversifiering. Även med en god marginal finns risken att företaget och aktien presterar dåligt, det finns ingen absolut garanti mot förluster. Genom att diversifiera, det vill säga att inte lägga alla ägg i samma korg, kan investeraren dämpa effekten i händelse av förlust. Genom att utnyttja säkerhetsmarginalen på fler investeringar finns möjligheten att de totala vinsterna väger över de totala förlusterna. (Graham 2006)

3.3 Investering och spekulation

Graham drar en klar gräns mellan investering och spekulation. Enligt Graham handlar det om investering när man på basen av grundlig analys kan skydda värdet och utlova en tillräcklig avkastning. All annan form av investering är spekulativ. Med grundlig analys menar Graham att se till företagets finansiella ställning, lönsamhet samt värdering, alltså fundamental analys. Med skydd av värde menar

Graham att gardera sig mot eventuella förluster. Investeraren skall också rikta in sig på tillfredsställande avkastning, till skillnad från spektakulär avkastning som snarare är målet vid spekulation. (Graham 2006)

Vidare delar Graham in investerare i två kategorier; den passiva investeraren och den aktiva investeraren. Den passiva investeraren är främst intresserad av säkerhet och frihet från bekymmer. Han eller hon investerar enbart i företag med stark finansiell ställning och en lång historia av lönsamhet. Den passiva investeraren väljer ut sådana företag och kan till exempel spara på månadsbasis, för att under investeringsperioden kunna fokusera på aktier. Den passiva investerarens portfölj ger sannolikt inte bättre eller sämre avkastning än marknaden men är däremot relativt säker. Den aktiva investeraren å andra sidan är ute efter högre avkastning och är därför beredd att lägga ner mer tid på att studera företag och marknaden. Kriterierna för investering är därför mer avslappnade, men utesluter ändå inte att investeraren placerar sina pengar intelligent. (Graham 2006)

3.4 Mr. Market

Graham ifrågasätter den effektiva marknadshypotesen där marknadspriset anses vara korrekt och reflekterar all tillgänglig information. I *The Intelligent Investor* använder han allegorin om Mr. Market, en manodepressiv typ som varje dag ger nya köp- och säljkurser åt investeraren. Ibland kan priserna verka galna, ibland kan de verka vettiga. Skall investeraren låta Mr. Market styra över vad han tycker aktien är värd, eller ska han bilda sin egen uppfattning om det egentliga värdet och istället dra nytta av Mr. Markets prispöpslag? Prisfluktuationer har för investeraren bara en väsentlig funktion; de ger honom möjligheten att köpa aktien när priserna har gått ner och möjligheten att sälja när priserna har gått upp en hel del. De andra dagarna skall investeraren ignorera Mr. Market och fokusera på sin dividend och företagets resultat. Spekuleraren använder prisfluktuationer för att han tror att han kan vinna på att förutspå åt vilket håll priserna ska röra sig. För investeraren å andra sidan är prisfluktuationer bara intressanta om det ger ett läge att köpa och hålla värdepapper till attraktiva priser. (Graham 2006)

3.5 Fungerar värdeinvestering?

Under tiden som professor vid Columbia Business School kom Benjamin Graham att påverka många av sina elever. Bland Grahams elever finns bland annat William J. Ruane (Sequoia Fund), Irving Kahn (Kahn Brothers Group, Inc.) och inte minst Warren Buffett (Berkshire Hathaway). Warren Buffett, som studerade under Graham och senare även jobbade tillsammans med honom, kom med hjälp av värdeinvesteringsfilosofin att bli ansedd som världens skickligaste investerare och en av världens rikaste män. Buffetts förmögenhet är idag cirka 40 miljarder dollar. (Bernhardsson 2004)

Buffetts investeringsfordon Berkshire Hathaway har mellan år 1967 och 2011 avkastat 19,8 % årligen. Detta kan jämföras med det amerikanska aktieindexet S&P 500 som för samma tid som avkastade 9,2 %. Åren 2000-2010 gjorde Berkshire Hathaway-aktien en avkastning på 76 % jämfört med S&P 500 som avkastade negativt med 11,3 %. I sitt årliga brev till Berkshire Hathaways ägare berättar Buffett öppenhetligt om alla sina tankar och strategier gällande investeringar. (Buffett 2011)

3.6 Hur hittar man undervärderade aktier?

Enligt värdeinvesteringens grunder är en aktie undervärderad om priset är lägre än det sanna värdet på aktien. Frågan är följaktligen hur man hittar sådana aktier, och på vilka grunder man avgör om aktien är undervärderad eller inte. Graham ger vissa investeringsregler som man bör hålla sig till, både för den passiva och den aktiva investeraren. Den passiva portföljen ställer i och för sig höga krav på investeringarna, men förutsätter å andra sidan inte en aktiv förvaltning. Den aktiva investeringsstrategin, vilken kommer att användas i detta arbete, har lite mer avslappnade kriterier men förutsätter aktiv förvaltning av aktieportföljen. Till dessa kriterier hör att företaget skall ha god finansiell hälsa med bra likviditet och låg skuldbelastning. Företaget skall kontinuerligt ha gjort vinst och dessutom med en positiv tillväxttrend. Dessutom skall åtminstone någon dividend utbetalas.

Aktien skall säljas till låga så kallade P/E- och P/B-tal, vilka diskuterades i kapitel två. (Graham 2006)

Med hjälp av dessa kriterier kan intressanta företag sällas fram, för att i detalj studeras närmare. Detta görs genom att studera företagets finansiella ställning, dess kassaflöden och värdering. Följaktligen kommer vi in på fundamental analys, vilket behandlas i nästa kapitel.

4 FUNDAMENTAL ANALYS

Den fundamentala analysens utgångspunkt är att varje finansiell tillgång har ett underliggande värde. Den fundamentala analysen svarar på frågor om företagets tillväxt, lönsamhet, förmåga att betala tillbaka sina åtaganden, huruvida det är i en konkurrenskraftig position samt om det finns möjlighet till utdelning av vinsten. Dock är värdering förknippat med viss osäkerhet. Även den bästa av analyser ger endast en fingervisning om vad värdet skulle kunna vara. (Damodaran 2012)

4.1 Företagets finansiella rapportering

Som tidigare nämnts så är det marknaden som slutligen sätter priset på aktien. En viktig frågeställning är således vad marknaden grundar sina finansiella beslut på. Bolagets finansiella ställning framgår av bolagets finansiella rapportering såsom årsrapporter och kvartalsrapporter. Dessa är upprättade för att täcka en mängd informationsbehov och med dem skall olika användare kunna fatta ekonomiska beslut. De finansiella rapporterna kan till exempel användas för att bestämma när man skall köpa, behålla eller sälja sina aktier, bedöma företagsledningens förmåga att driva verksamheten, bedöma företagets förmåga att betala ut löner, pensioner och förmåner, bedöma betalningsförmågan till kreditinstitut samt fastställa utdelningsbara vinster. (Internationell redovisningsstandard i Sverige, 2006)

Bolagens finansiella rapportering är den primära källan för finansiell information och består i grunden av tre olika delar; balansräkningen, resultaträkningen och kassaflödesanalysen. I bolagets årsredovisning ingår därtill noter till bokslutet samt ledningens och revisors berättelse. Utöver den årliga rapporteringen ger börslistade bolag också ut kvartalsrapporter. Balansräkningen summerar vilka tillgångar, skulder och eget kapital företaget har. Resultaträkningen visar inkomster, utgifter och resultat för perioden. Kassaflödesanalysen specificerar penningflöden till och från rörelseverksamheten, investeringsverksamheten och finansieringsverksamheten i företaget. Tack vare att många länder och bolag idag följer IFRS redovisningsstandarder (International Financial Reporting Standards)

har man kunnat harmonisera redovisningen mellan länder. Den praktiska innebörden av detta är att man med ett gemensamt så kallat redovisningsspråk ska kunna tolka och jämföra rapporteringen bolag emellan, i olika länder. (Principles of Corporate Finance, 2011)

Den finansiella rapporteringen tillhandahåller den grundläggande information som behövs för att kunna analysera och värdera finansiella tillgångar. Centrala frågor är hur värdefulla tillgångarna är, hur de är finansierade, hur lönsamma investeringarna är och slutligen vilken risk som är förknippad med dessa. Bokförare och analytiker har olika syn på värde; i bokföringen tar man hänsyn till anskaffningsvärdet på tillgångar, vid värdering tar man hänsyn till tillgångarnas värdeskapandeförmåga. (Damodaran 2012)

4.1.1 Balansräkning

Balansräkningen (eng. Balance Sheet eller Statement of Financial Position) beskriver företagets ekonomiska situation vid räkenskapsperiodens utgång. Vid sidan om årets siffror finns en jämförelse med förra räkenskapsperioden. Balansräkningen delas upp i tre stora kategorier; tillgångar, skulder och eget kapital. Skillnaden mellan tillgångar och skulder är det egna kapitalet vilket är det som tillfaller aktieägarna. Alla poster är sorterade efter likviditet, med minst likvida poster högst upp och mest likvida poster längst ner i balansräkningen. (Tomperi 2005)

Balansräkningens tillgångar indelas i två kategorier; bestående aktiva och rörliga aktiva. Bestående aktiva utgörs av poster som förväntas generera inkomst under flera räkenskapsperioder. Här finns immateriella tillgångar (såsom utvecklingsutgifter, immateriella rättigheter och goodwill), materiella tillgångar (såsom mark- och vattenområden, byggnader och konstruktioner, maskiner och inventarier), samt investeringar (aktier och andelar i koncernföretag och ägarintresseföretag). Rörliga aktiva består av omsättningstillgångar (tillgångar som är avsedda att överlåtas eller förbrukas), fordringar (också aktiva

resultatregleringar), finansiella värdepapper samt kassa och banktillgodohavanden. (Tomperi 2005)

Av balansräkningens tillgångar och skulder framgår hur bolaget är finansierat och dess kapitalstruktur. Det egna kapitalet indelas i aktiekapital, vinstmedel samt andra ägarandelar. Bokslutsdispositioner består av avskrivningsdifferenser (om exempelvis avskrivningar som gjorts utöver plan), samt reserver (t.ex. återanskaffningsreserver för verksamhetslokal). Avsättningar beror på förpliktelser som hänför sig till den avslutade räkenskapsperioden och förväntas orsaka framtida utgifter eller förluster, om de anses säkra eller sannolika. (Tomperi 2005)

Under främmande kapital redovisas masskuldebrevslån, lån mot konvertibla skuldebrev, skulder till kreditinstitut, pensionslån, erhållna förskott, skulder till leverantörer, finansieringsväxlar, skulder till företag inom samma koncern och skulder till ägarintresseföretag, övriga skulder samt passiva resultatregleringar. Skillnad görs mellan långfristigt kapital (som förfaller senare än ett år från bokslutsdagen) och kortfristigt kapital (som förfaller till betalning inom nästa räkenskapsperiod). (Tomperi 2005)

4.1.2 Resultaträkning

Av resultaträkningen (eng. Income Statement) framgår hur räkenskapsperiodens resultat har uppkommit. Resultaträkningen visar alltså företagets lönsamhet och hur mycket avkastning som skapats på företagets investeringar. Med hjälp av resultaträkningen kan man mäta vilka marginaler företaget har uppnått, samt om försäljningen och vinsten har vuxit. (Damodaran, 2012)

Först på resultaträkningen upptas alla inkomster och kostnader som hänförs till företagets ordinarie verksamhet. Rörelsevinsten eller förlusten fås genom att från omsättningen dra kostnaderna från den ordinarie verksamheten. Hit hör material och tjänster, personalkostnader, avskrivningar och övriga rörelsekostnader. Genom lagerförändringen korrigeras kostnaderna för material och tjänster så att

de stämmer med kostnaderna för försäljningen. Därefter läggs finansiella inkomster och utgifter för att få resultat före skatt. Slutligen läggs bokslutsdispositioner och skatter till för att få det slutliga resultatet för perioden. (Tomperi 2005)

I de flesta fall är det företagets intjäningsförmåga (eng. earning power) som är avgörande för investeraren. Intjäningsförmågan är kort beskrivet företagets förmåga att generera vinstmedel och med det menas det som rimligt och sannolikt kan förväntas i framtiden. Eftersom framtiden i hög grad är oförutsägbar används tidigare resultat som utgångspunkt för att bedöma den framtida utvecklingen. Om konjunkturerna har hållits jämna en längre tid kan det också vara motiverat att vid jämförelse använda resultatet i genomsnitt för en viss period bakåt istället för att bara använda det senaste uppnådda resultatet. (Graham & Meredith 1998: 57)

4.1.3 Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalysen (eng. Statement of Cash Flows) visar hur förändringar i balanskonton och resultatkonton påverkar kassan. Den visar penningströmmarna in och ut i företaget enligt kassaprinicipen, till skillnad från resultaträkningen som är upprättad enligt prestationsprincipen. Det är alltså skillnad på inbetalningar och utbetalningar å ena sidan och intäkter och utgifter å andra sidan. Kassaflödesanalysen beaktar bara transaktioner som gett upphov till betalningar, medan intäkter och utgifter i resultaträkningen inte nödvändigtvis har blivit betalda än. Att ett företag visar en vinst på en miljon euro behöver inte betyda att det finns en miljon euro i kassan vid slutet av året. Till exempel avskrivningar är en kostnad som påverkar resultatet, men som inte ger upphov till någon betalning. Investeringar å andra sidan ger upphov till stora betalningar men bara den del som avskrivs registreras som kostnad. Med hjälp av kassaflödesanalysen får man reda på hur företagets likvida medel ökat eller minskat, om de internt tillförda medlen räcker till för att finansiera rörelsen och eventuella investeringar samt om de långfristiga skulderna har ökat eller amorterats. Den utgör alltså ett bra underlag

för att kunna bedöma företagets likviditet och dess fortlevnadsförmåga. (Skärvad & Olsson 2009)

Kassaflödesanalysen är indelad i tre grupper; kassaflöden från rörelseverksamheten, investeringsverksamheten samt finansieringsverksamheten. Till kassaflödet från rörelseverksamheten hör exempelvis erhållna betalningar för försäljning, rörelsekostnader, betalda och erhållna räntor samt direkta skatter. Till kassaflödet för investeringar hör investeringar i immateriella och materiella tillgångar. Till finansieringsverksamheten hör upptagningar och amorteringar av lån. (Tomperi 2005 s 162-164)

4.2 Bolagets finansiella ställning

För att bättre förstå företaget och dess finansiella ställning och utveckling kan man med hjälp av nyckeltal analysera företaget. Analysen av bolagets finansiella ställning har utgångspunkt i de finansiella rapporterna. Nyckeltal är matematiska förhållanden mellan olika poster i de finansiella rapporterna. De förutsätter att man skall kunna tolka resultaten och förstå varifrån olikheter kommer. Nyckeltalen är användbara för att jämföra bolaget över tid och mellan andra företag verkande inom samma bransch. Analys med hjälp av nyckeltal kan grovt indelas i grupper som; räntabilitet och effektivitet som visar hur effektivt tillgångarna används och vilket värde som skapas, likviditet som visar företagets kortsiktiga betalningsförmåga och soliditet som visar företagets betalningsförmåga på längre sikt. (Skärvad & Olsson 2009)

4.2.1 Räntabilitet och effektivitet

Med räntabilitet och effektivitet menas hur effektivt företaget använder sina tillgångar för att generera pengar. Detta kan man undersöka genom att exempelvis undersöka hur mycket som säljs i förhållande till tillgångar samt hur snabbt lager, kundfordringar och leverantörsskulder omsätts, eller hur bra vinst som genereras med det kapital som finns i företaget. För att räkna ut effektivitets- och

omsättningstal behövs poster från både resultat- och balansräkningen. (Harrington 2004)

Kapitalets omsättningshastighet fås genom att dividera omsättningen med det totala antalet tillgångar enligt balansräkningen. Nyckeltalet berättar hur effektivt företaget använder alla tillgångar. För att jämna ut eventuella ökning eller sänkningar av tillgångar används ofta medeltalet av tillgångar istället för tillgångar vid periodens slut. (Harrington 2004)

$$\text{Kapitalets omsättningshastighet} = \frac{\text{Omsättning}}{\text{Tillgångar i medeltal}}$$

Räntabiliteten, eller Return on Assets (ROA), härstammar från förhållandet mellan vinstmarginalen och kapitalets omsättningshastighet. Ett kapitalintensivt företag, det vill säga ett företag med stort kapital, har lägre räntabilitet än företag med en mindre kapital, allt annat lika. (Harrington 2004)

$$\text{Räntabilitet} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Omsättning}} \times \frac{\text{Omsättning}}{\text{Tillgångar}} = \frac{\text{Resultat}}{\text{Tillgångar}}$$

Räntabiliteten kan också användas för att mäta avkastningen på en del av kapitalet. Avkastningen på eget kapital, ROE, mäter hur bra avkastning som gjorts på ägarnas kapitalinsats. Avkastning på investeringar, ROI, mäter hur bra avkastning som gjorts på investeringar. (Harrington 2004)

Många företag, speciellt tillverkande och säljande företag har stora lager. Lageromsättningshastigheten berättar hur väl företaget använder sitt lager. Nyckeltalet berättar hur många gånger företagets lager har blivit sålt och ersatt under perioden. Hur många gånger lagret omsätts årligen beror på bransch och typ av varor. (Harrington 2004)

$$\text{Lageromsättningshastighet} = \frac{\text{Kostnad för sålda varor}}{\text{Lager medeltal}}$$

En hög lageromsättning indikerar att företaget använder sina finansiella resurser effektivt genom att hålla låga lagernivåer. Vi kan också räkna ut hur många dagar i snitt varor hålls i lager genom att dividera lagret i medeltal med kostnaden för sålda varor, multiplicerat med 365 dagar. (Harrington 2004)

$$\text{Dagar i lager} = \frac{\text{Lager medeltal}}{\text{Kostnad för sålda varor}} \times 365$$

Enligt samma princip kan vi också räkna ut hur många dagar företags kundfordringar är utestående. Företag som säljer mycket på kredit har vanligtvis längre kredittid än företag som handlar med kontanter. (Harrington 2004)

$$\text{Kredittid} = \frac{\text{Kundfordringar medeltal}}{\text{Omsättning}} \times 365$$

Vi kan också studera hur länge det tar för företaget att betala sina leverantörsskulder. (Harrington 2004)

$$\text{Betalingstid på leverantörsskulder} = \frac{\text{Leverantörsskulder medeltal}}{\text{Kostnad för sålda varor}} \times 365$$

Med hjälp av dessa tre nyckeltal kan vi räkna ut rörelsekapitalets omsättningshastighet för företaget, också kallat Cash Conversion Cycle (CCC). CCC beräknar tiden det tar för pengar att omvandlas till lager, för att sedan omvandlas tillbaka till pengar vid försäljning. Generellt är det bättre för företaget med en kortare omsättningshastighet på rörelsekapitalet än en längre. (Investopedia 2010)

$$\text{Cash Conversion Cycle} = \text{Dagar i lager} + \text{Kredittid} - \text{Betalingstid på leverantörsskulder}$$

4.2.2 Likviditet

En likviditetsanalys syftar till att bedöma om företags betalningsförmåga är tillfredsställande. Dålig likviditet är en vanlig anledning till att företag går i konkurs. Genom att från omsättningstillgångarna subtrahera kortfristiga skulder

får man en grov uppskattning av rörelsekapitalet (eng. working capital eller net current assets). Rörelsekapitalet är det kapital som behövs för att finansiera den löpande verksamheten, utvidga rörelsen utan behov av ytterligare finansiering samt för att kunna bemöta nödlägen och förluster utan att det leder till katastrof. För lite rörelsekapital kan leda till försenade betalningar och kreditanmärkningar och i värsta fall konkurs. Behovet av rörelsekapital beror på företagets storlek och typ av verksamhet som bedrivs. I företag med mycket kontanthandel och hög lageromsättning behövs sannolikt mindre rörelsekapital än till exempel tillverkande företag med mycket bundet kapital och långa betalningstider. (Graham 1998 sid 31-33)

Ett sätt att mäta likviditeten är att sätta omsättningstillgångarna i förhållande till de kortfristiga skulderna. Detta mått kallas balanslikviditet (eng. current ratio). En tumregel är att värdet bör vara minst 2, dvs. att företaget har dubbelt mer omsättningstillgångar än kortfristiga skulder. Företaget kan således täcka sina kortfristiga skulder med sina kortfristiga fordringar. (Graham 1998 sid 34-35)

$$\frac{\text{Omsättningstillgångar}}{\text{Kortfristiga skulder}} = \text{Balanslikviditet}$$

Ett annat likviditetsmått är kassalikviditet, eng. quick ratio, vilket är mer konservativt än balanslikviditeten då varulagret räknas bort. Anledningen till detta är att vissa bolag under vissa omständigheter kan ha svårt att omvandla sitt varulager till pengar. Därför tas varulagret och andra mindre likvida tillgångar bort för att ge en mer rättvisande bild av bolagets rörelsekapital. Kassalikviditeten bör vara minst 1. (Graham 1998 sid 34-35)

$$\frac{\text{Omsättningstillgångar} - \text{Varulager}}{\text{Kortfristiga skulder}} = \text{Kassalikviditet}$$

4.2.3 Soliditet

Soliditeten brukar ibland benämnas kapitalstyrka och visar företagets långsiktiga betalningsförmåga. En god soliditet är en bra motståndskraft mot förluster. Ju större andel av det totala kapitalet som är finansierat av eget kapital desto bättre soliditet. God soliditet gör det lättare för företaget att bemöta krissituationer och att låna pengar från banken. Soliditeten beräknas som andelen eget kapital i förhållande till det totala kapitalet. Finns det obeskattade reserver finns grunder för att ta med dem till 70 % (schablonskatt på 30 %) med det egna kapitalet. (Skärvad & Olsson 2009)

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

Ett annat användbart nyckeltal är räntetäckningsgraden. Den visar hur lätt företaget kan betala av räntorna på skulder. Räntetäckningsgraden beräknas genom att dividera EBIT (vinst före skatt och finansiella poster) med de totala räntekostnaderna. Ju lägre tal desto tyngre har företaget att betala sina lånekostnader. Om företaget har ett tal under 1 betyder det alltså att företaget har svårigheter att generera tillräckligt med vinst för att betala sina lånekostnader. Idealt skall talet överskrida 1,5.

$$\text{Räntetäckningsgrad} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Räntekostnader}}$$

5 VÄRDERING

Enligt Aswath Damodaran, professor vid New York University Stern Business School och författare till boken *Investment Valuation* finns tre tillvägagångssätt vid uppskattning av värdet på tillgångar; diskonterade kassaflöden (Discounted Cash Flow, DCF), komparativ värdering eller realoptionsvärdering. Den sistnämnda kommer varken beskrivas eller användas i detta arbete. Nämnas bör att ingen vet exakt vad framtiden har att utvisa. Ett litet kast i de verkliga prestationerna kan sätta modellerna ur spel. Det omöjliggör att komma upp med exakta siffror, varför prognoser och värderingar bör ses som uppskattningar. (Damodaran 2012)

5.1 Diskonterade kassaflöden

Diskonterade kassaflöden utgör grunden för alla värderingsanalysen och behövs för att kunna förstå och utnyttja de andra metoderna. Den baserar sig på nuvärdemetoden, det vill säga att värdet på en tillgång är lika med nuvärdet på de förväntade kassaströmmarna. Kassaströmmar är av varierande art och kan vara exempelvis dividender för en aktieägare samt kupongräntor och nominella värden för obligationsägare. Diskonteringsräntan uttrycker avkastningskravet på investerat kapital och är en funktion av riskgraden förknippat med investeringen. Hos investeringar med liten risk är räntan låg och hos investeringar med högre risk är räntan högre. Exempelvis statsobligationer med garanterade kassaflöden har låg risk medan t.ex. aktier med osäkra kassaflöden har högre risk. Kassaflödesanalysen ämnar ta reda på det fundamentala eller sanna värdet, på engelska *intrinsic value*. Det fundamentala värdet beskrivs bäst som värdet på tillgången när all tillgänglig information har tolkats och använts korrekt. Marknadpriset kan skilja sig från det fundamentala värdet, men hoppet är att de förr eller senare skall sammanfalla. Formeln för diskontering av kassaflöden är:

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{KF_t}{(1+r)^t}$$

där n är livslängden på tillgången, KF_t är kassaflödet för perioden och r är diskonteringsräntan. (Damodaran 2012)

5.1.1 Dividenddiskonteringsmodeller

Som tidigare nämnts förväntar sig aktieägaren två typer av kassaflöden; dividendutdelningen under innehavsperioden samt det förväntade försäljningspriset i slutet av perioden. Den enklaste modellen för att värdera en aktie är dividenddiskonteringsmodellen (Dividend Discount Model, DDM), där värdet på aktien beskrivs som en funktion av nuvärdet på förväntade dividender till lämplig diskonteringsränta som reflekterar graden av risk i kassaflödena. Eftersom priset självt kan bestämmas av de förväntade dividenderna kan värdet på en aktie beskrivas som nuvärdet på dividend i oändlighet:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(DPS)^t}{(1+k_e)^t}$$

P_0 = Pris

$E(DPS)_t$ = Förväntad dividend per aktie

k_e = Avkastningskrav

Den förväntade dividenden baseras på uppskattning av den framtida tillväxttakten för vinst och dividendutdelning. Avkastningskravet baserar sig på risken i investeringen som exempelvis kan mätas med hjälp av Capital Asset Pricing Model, som behandlas vidare i kapitel 6. (Damodaran 2012)

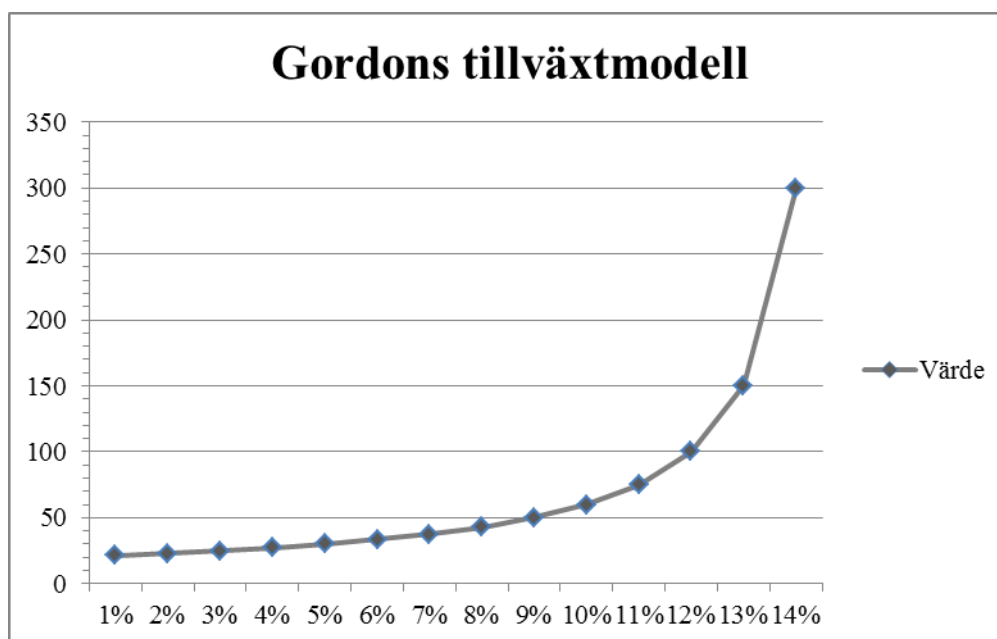
5.1.2 Gordons tillväxtmodell

Det finns många modeller för diskontering av dividender. En av de enklaste, Gordons tillväxtmodell, är utformad för att värdera aktier i företag med stabil tillväxttakt och dividendutdelningar som kan upprätthållas för evigt. Gordons tillväxtmodell hänför värdet på aktien till kommande dividendutbetalningar, avkastningskravet och den förväntade tillväxttakten (i evighet). (Damodaran 2012)

$$\text{Värde på aktie} = \frac{\text{Förväntad dividend}}{(\text{Avkastningskrav} - \text{Förväntad tillväxttakt})}$$

Vad är då en stabil tillväxttakt? Gordons tillväxtmodell är en simpel modell för att värdera tillgångar men är begränsad såtillvida att den enbart är användbar för företag med en stabil tillväxttakt. Om exempelvis vinsten ökar med 2 procent årligen och dividendutdelningen ökar med 3 procent årligen kommer vinstmedlen i något skede att ta slut – det är alltså inte en hållbar tillväxttakt. En annan referens är att tillväxttakten på längre sikt inte kan överstiga ekonomin som helhet, eller ligga över nivån på den riskfria räntan. Den riskfria räntan är den ränta som investeraren kan erhålla från en investering med garanterat kassaflöde utan risk för konkurs, t.ex. statsobligationer. (Damodaran 2012)

Modellen är mycket känslig för uppskattningen av tillväxttakten. Allteftersom tillväxttakten närmar sig kapitalkostnaden, närmar sig värdet på aktien oändligheten. Om tillväxttakten överskrider kapitalkostnaden blir värdet negativt. Figur 1 visar hur värdet på Y-axeln rör sig vid högre tillväxttakt på X-axeln, vid en dividend på 3 euro och avkastningskrav på 15 %. (Damodaran 2012)



Figur 1. Värde per aktie och den förväntade tillväxttakten.

Gordons tillväxtmodell lämpar sig alltså bäst på företag med stabil tillväxttakt som ej överstiger tillväxttakten för ekonomin som helhet och som bibehåller en stadig dividendutdelning. Generellt betalar dylika företag en stor andel av vinsten i dividend, och aktiens beta ligger nära 1. (Damodaran 2012)

5.1.3 Tvåstegsmodell

Som tidigare nämnts utgår Gordons tillväxtmodell från att tillväxten är stabil och konstant. I en tvåstegsmodell kan kassaflöden diskonteras i två olika tillväxtfaser. Tvåstegsmodellen kan exempelvis användas för att bestämma nuvärdet på ett företag som exempelvis beräknas befinna sig i en tillväxtfas fem år varefter tillväxten avtar och stabiliserar sig. Modellen kan även anpassas för att räkna med negativ tillväxt under ett skede för att sedan vända positivt. Värdet bestäms genom att addera nuvärdet av dividender under tillväxtfasen med anslutningspriset för stabiliseringsfasen. Formeln för tillväxtfas följt av stabiliseringsfas kan beskrivas med formeln: (Damodaran 2012)

Värde på aktie = Nuvärde av dividender under tillväxtstadiet + Nuvärde av anslutningspris

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

DPS_t = Förväntade dividender per aktie år t

k_e = Kapitalkostnad (hg: hög tillväxtfas; st: stabil tillväxtfas)

P_n = Pris vid slutet av år n

g = Särskild tillväxttakt de första n:te åren

g_n = Tillväxttakt efter år n (evig)

Beräkningen av anslutningspriset följer samma principer som för Gordons tillväxtmodell, det vill säga att den stabila tillväxtfasen bör vara ungefär samma som för hela ekonomin. Utbetalningskvoten (eng. Payout ratio) måste enligt modellen också hållas konsekvent med tillväxttakten. Ett stabilt företag kan betala ut mer av vinstmedlen som dividend jämfört med ett företag i tillväxtfasen och därför bör utbetalningsandelen bli högre om tillväxttakten blir lägre. (Damodaran 2012)

Förväntad tillväxt = $(1 - \text{utbetalningsandel}) \times \text{ROE}$

Det finns begränsningar i modellen. För det första är det svårt att avgöra exakt hur länge tillväxtfasen kommer att vara. Om tillväxtfasen håller längre än väntat kommer värdet att stiga mer än beräknat. För det andra är brytningsperioden exakt tidsdefinierad medan den verkliga skiftningen från tillväxtfas till stabil tillväxtfas sannolikt kommer att ske gradvis och över en längre tid. För det tredje kan förändringar i verklig utbetald dividend förvränga beräkningarna. Om företaget ackumulerar vinstmedel och inte betalar ut fullt vad de har råd med kommer modellen att undervärdera företaget. Modellen fungerar bäst på företag som för

närvarande åtnjuter hög tillväxt men vars tillväxt på sikt kommer att sakta in.
(Damodaran 2012)

Värde = Nuvärde av kassaflöden under tillväxtstadiet + Nuvärde av anslutningspris

$$\text{Värde} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

$$P_n = \frac{\text{FCFE}_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

FCFE_t = Förväntade kassaflöden år t

k_e = Kapitalkostnad (hg: hög tillväxtfas; st: stabil tillväxtfas)

P_n = Pris vid slutet av år n

g = Särskild tillväxttakt de första n:te åren

g_n = Tillväxttakt efter år n (evig)

5.2 Komparativ värdering

I verkligheten är komparativ värdering den metod som används flitigast. Värdet på de flesta tillgångar bestäms utifrån från hur liknande tillgångar är värderade på marknaden. Detta gäller för såväl hus som aktier. Man jämför gemensamma variabler såsom resultat, kassaflöden och bokföringsvärden. Med hjälp av nyckeltal såsom exempelvis P/E- och P/B-tal kan man studera företagets ställning jämfört med andra företag i branschen och om den är undervärderad i relation till andra företag. Med diskonterade kassaflöden söks det sanna värdet. Komparativ värdering å andra sidan går under antagandet att marknaden i genomsnitt har rätt. Det de båda har gemensamt är att de försöker hitta fel i marknads bedömning och att de tids nog skall kunna korrigeras. (Damodaran 2012)

5.2.1 Olika komparativa värderingsmetoder

Damodaran beskriver två metoder för att med komparativ värdering jämföra företag; den ena är att jämföra företaget och dess värdering med andra liknande företag, den andra är att jämföra företagets multiplar (exempelvis P/E-tal) med tidigare perioder för att se hur företaget var värderat då. Det är emellertid svårt att jämföra företag sinsemellan eftersom de alltid skiljer sig på något sätt från varandra. Angreppssätten kan variera från branschgenomsnitt till mer sofistikerade modeller. Genom analys med nyckeltal baserade på företagets fundamenta, t.ex. tillväxt, kassaflöden och återinvestering, kan man se förhållandet mellan nyckeltalen och företagets egenskaper. Nyckeltalen kan till exempel användas för att visa effekten på ändring i vinstmarginaler, tillväxttakt och lönsamhet. (Damodaran 2012)

Om man exempelvis jämför P/E-tal mellan två företag inom samma bransch används komparativ värdering. Om företaget anses vara liknande som andra företag inom samma bransch men säljer till ett lägre P/E-tal kan man anta att företaget är billigt, om det är högre kan det vara dyrt. Företagen kan dock skilja sig i väsentliga avseenden och det är därför svårt att göra antaganden enbart baserade på nyckeltal. I mogna företag kan man jämföra nuvarande värdering med tidigare perioder. Om en aktie just nu handlas för sex gånger vinsten, jämfört med tidigare tio kan man anta att aktien är billig. Detta förstås under antagandet att företagets finansiella hälsa inte förändrats avsevärt. (Damodaran 2012)

Multiplar, såsom P/E- och P/B-tal, är lätta att använda men också lätta att missbruka. De kan användas för att snabbt värdera ett företag och är speciellt användbara om man ser till en hel bransch. De är däremot svårare att tillämpa i unika företag utan jämlingar eller företag som går med förlust. Man bör också ta i beaktande att inga företag är identiska - de skiljer sig alltid i ett eller flera avseenden. (Damodaran 2012)

6 RISK

Detta kapitel behandlar grunderna i risk och utgör grunden för att beräkna investerarens riskpremie och avkastningskrav. Risk anses inom finansiell ekonomi innefatta både ett negativt och ett positivt utfall. Det negativa utfallet benämns risk och det positiva utfallet benämns förväntad avkastning. Jag behandlar den vanligaste modellen för att mäta risk, CAPM, för att kunna beräkna avkastningskrav. (Damodaran 2012)

6.1 Vad är risk?

När man i allmän bemärkelse pratar om risk syftar man ofta på ett negativt utfall. Nationalencyklopedin definierar risk som ”möjligheten att något oönskat skall inträffa”. Inom finansiell ekonomi utvidgas termen risk till att inkludera både ett positivt och negativt utfall. Investeraren köper en tillgång i hopp om att få avkastning under investeringshorisonten. Den förväntade avkastningen kan emellertid avvika från den verkliga avkastningen. Det är den avvikelser som är källan till risk. (Damodaran 2012 kapitel 4)

Om en investerare köper exempelvis en 5 % -ig statsobligation med löptid på ett år, kommer han vid löptidens slut att erhålla 5 % verklig avkastning. Eftersom kassaflödet är garanterat brukar sådana tillgångar anses vara riskfria. Om samma investerare däremot skulle köpa aktier, vilka han räknar ut att han skall få 20 % avkastning på, kommer sannolikt den förväntade avkastningen att skilja sig från den verkliga avkastningen. Den verkliga avkastningen kommer troligtvis att vara högre eller lägre. (Damodaran 2012 kapitel 4)

Det finns två typer av risk; företagsspecifik och systematisk marknadsrisk. Den företagsspecifika risken täcker sådant som drabbar enbart företaget. Detta kan vara faktorer såsom exempelvis olönsamma investeringar, felbedömning av efterfrågan, hård konkurrens och mycket mer. Den företagsspecifika risken kan investeraren stort sett få bort genom att investera i många olika aktier, så kallad

diversifiering. Den systematiska marknadsrisken å andra sidan drabbar mer eller mindre alla aktörer på marknaden. Hit hör till exempel ränteförändringar och konjunktursvängningar. Den systematiska marknadsrisken är svår att diversifiera bort. (Damodaran 2012 kapitel 4)

6.2 Risk och avkastning

För att kunna diskontera kassaflöden behövs avkastningskrav. Investeraren förväntar sig avkastning på sin investering och avkastningskravet reflekterar risken i att den förväntade avkastningen inte uppnås. Avkastningskravet kan beräknas utgående från investeringens risk i förhållande till andra investeringar tillgängliga på marknaden. (Harrington 2004)

Det finns olika verktyg för att mäta risk och avkastning. En av de mest använda modellerna är Capital Asset Pricing Model, CAPM. CAPM bygger på antagandet om marknadsportföljen, en mycket väldiversifierad portfölj som innehåller en del av alla tillgångar på marknaden. CAPM-modellen antar att det inte förekommer några transaktionskostnader, alla tillgångar är föremål för handel, att alla tillgångar är oändligt delbara (det vill säga att man kan köpa en fraktion av en tillgång) och att alla investerare har tillgång till samma information. Enligt CAPM-modellen är risken för en specifik tillgång den risk som tillgången medför marknadsportföljen. (Damodaran 2012 kapitel 4)

Den förväntade avkastningen kan i CAPM-modellen beskrivas som en funktion av den riskfria räntan och tillgångens beta:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

$$E(R_i) = \text{Förväntad avkastning på tillgång } i$$

$$R_f = \text{Riskfri ränta}$$

$$E(R_m) = \text{Förväntad avkastning på marknadsportföljen}$$

$$\beta_i = \text{Beta på tillgång } i$$

Den riskfria räntan motsvarar en investering med garanterade kassaflöden. I teorin skall en riskfri investering även täcka risken för inflation. I praktiken är det svårt att hitta en sådan investering varför man ofta använder exempelvis statsobligationer som motsvarighet till den riskfria räntan. Detta på grund av att staten har möjlighet att starta sedelpressarna om pengarna skulle ta slut. I USA används statsobligationerna U.S. Treasury Bonds med samma löptid som investeringen som substitut. I Europa, där enbart Europeiska Centralbanken har rätt att trycka upp mer pengar, kan exempelvis Euribor med samma löptid som investeringen användas som motsvarighet (Deloitte 2012). (Harrington 2004)

Skillnaden mellan avkastningen på marknadsportföljen och den riskfria räntan kallas riskpremie. Ofta används historiska avkastningar för att beräkna riskpremien. Avkastningen på den riskfria räntan subtraheras då från avkastningen på alla investeringar, över ett långt tidsperspektiv. Beroende på vilket tidsperspektiv man räknar med får man olika svar. I detta arbete räknas med ett riskpremium på 5,8 %, vilket enligt Damodarans beräkningar är är aktieriskpremiet i Finland (beräknat i Januari 2013) (Damodaran 2013). (Harrington 2004)

På en effektiv marknad rör sig det förväntade riskpremiet i förhållande till beta. Beta är måttet på en investerings risk i förhållande till marknaden. Risken kommer från investeringens känslighet till rörelser på marknaden. Aktier med beta högre än 1 tenderar att överdriva rörelser på marknaden. Aktier med beta mellan 0 och 1 tenderar att röra sig i samma riktning som marknaden, men inte lika mycket. Aktier med beta under 0 rör sig i motsatt riktning mot marknaden. (Principles of Corporate Finance 2011 s 202)

Som ett exempel kan den förväntade avkastningen på Neste Oil beräknas. Baserat på data från Kauppalehti har Neste Oil den 14 mars 2013 ett beta på 1,28. Som motsvarighet till den riskfria räntan används 12 månaders Euribor som i skrivande stund är 0,54 %. Riskpremiet är som diskuterats 5,8 %. (Kauppalehti 2013)

Den förväntade avkastningen för Neste Oil enligt CAPM blir således 7,96 %:

Beta, β_i	=	1,28
Risikfri ränta, R_f	=	0,54 %
Risikpremium, $E(R_m) - R_f$	=	5,80 %
$E(R_i)$	=	$R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$
Förväntad avkastning, $E(R_i)$	=	7,96%

7 ARBETETS EMPIRISKA DEL

Målsättningen med den empiriska delen av detta arbete är att identifiera potentiella värdeinvesteringar och sedan försöka få fram ett sant värde med hjälp av fundamental analys, komparativ värdering och diskonterade kassaflöden.

I empirins första del identifieras värdeaktier med hjälp av Grahams kriterier, beskrivna i kapitel 3.6. Utvalda finansiella data och nyckeltal läggs in i en Excel-kalkyl varefter datan filtreras och sorteras. Därefter studeras de utvalda företagens finansiella hälsa med hjälp av de nyckeltal som beskrivs i kapitel 4.2. Slutligen värderas bolagen med hjälp av dividenddiskonteringsmodellen och komparativ värdering, beskrivna i kapitel 5. Den finansiella informationen är till största del hämtad från Kauppalehtis gratistjänst och till en viss del direkt från företagens bokslut.

Därpå följande kapitel behandlar en mer djupgående analys av de funna företagen.

7.1 Identifiering av bolag

Som nämnts i inledningen ligger som föremål för undersökning de 25 bolag på Nasdaq OMX Helsinki som bildar Large Cap-indexet, det vill säga de 25 bolag med störst marknadskapitalisering. De finansiella bolagen är dock inte medräknade eftersom många av nyckeltalen beskrivna i detta arbete, exempelvis likviditets- och effektivitetstal, inte är lika lätta att tillämpa på dessa. Med dessa borträknade återstår 22 bolag som alltså skall undersökas.

31.12.2012	Pris	P/B	5 år	P/E	5 år	Current Ratio	Soliditet	Dividend	Direktavk.
Amer Sports	11,25	1,8	1,4	17,4	17,5	1,58	41%	0,35	3%
Cargotec	19,95	1,0	1,3	11,3	15,6	1,20	41%	0,72	4%
Elisa	16,73	3,1	2,8	12,4	12,7	0,98	43%	1,3	8%
Fortum	14,15	1,2	1,8	9,5	11,3	1,09	44%	1	7%
Huhtamäki	12,27	1,5	1,3	10,2	12,5	1,54	44%	0,56	5%
Kemira	11,81	1,4	1,1	15,3	17,2	1,08	53%	0,53	4%
Kesko	24,77	1,1	1,2	17,1	19,6	1,40	53%	1,2	5%
Kone	55,8	7,6	5,8	22,7	17,0	1,12	49%	1,75	3%
Konecranes	25,55	3,2	2,8	16,6	13,8	1,44	34%	1,05	4%
Metso	32,04	2,2	2,0	12,0	14,2	1,48	40%	1,85	6%
Neste Oil	9,77	1,0	1,2	13,9	20,5	1,32	35%	0,38	4%
Nokia	2,93	1,4	2,0	-16,8	6,1	1,43	32%	0	0%
Nokian Renkaat	30,1	2,8	2,7	12,0	17,3	5,47	71%	1,45	5%
Nordea Bank	7,24	1,0	1,0	9,4	9,6			0,34	5%
Orion	22,18	6,1	4,8	14,9	12,8	2,94	61%	1,3	6%
Outokumpu	0,79	0,6	0,7	-4,9	-16,6	1,59	31%	0	0%
Outotec	42,37	4,0	3,9	15,5	22,6	1,20	38%	1,2	3%
Pohjola Pankki	11,27	1,3	1,2	12,6	14,2			0,46	4%
Rautaruukki	5,96	0,8	1,1	-9,2	-32,6	1,37	46%	0,2	3%
Sampo	24,34	1,3	1,3	9,7	11,2			1,35	6%
Stora Enso	5,24	0,7	0,8	16,6	18,2	2,11	43%	0,3	6%
TeliaSonera	5,14	1,7	1,8	11,0	11,5	1,01	49%	0,33	6%
UPM-Kymmene	8,8	0,8	0,8	12,5	26,2	1,90	46%	0,6	7%
Wärtsilä	32,72	3,6	2,7	17,9	12,3	1,28	42%	1	3%
YIT	14,78	1,8	1,8	10,1	13,6	1,61	33%	0,75	5%
MEDELTA		2,1		10,8		1,64	44%	0,8	4%
MAX				22,7					
MIN (ej negativa)				9,4					

Figur 2. Utgångspunkten för filtrering av företag.

Figur 2 visar de företag som är föremål för undersökning. I figuren framgår aktiens avslutspris den 31 december 2012, P/B-tal vid bokslutstidpunkt samt över en femårsperiod, P/E-tal vid bokslutstidpunkt samt över en femårsperiod, balanslikviditet, soliditet, senaste dividend och direktavkastning. Uppgifterna är hämtade från Kauppalehtis nätsidor och grundar sig på bokslutsuppgifterna för 2012. Som framgår av tabellen finns en mängd olika sorteringsmöjligheter att utgå från. Enligt Graham ska aktien ha låga P/E- och P/B-tal, men det är också viktigt att företagen har god finansiell hälsa. Jag beaktar också företagens vinstutveckling över en femårsperiod med hjälp av vinst per aktie-talen, som visas i Figur 3. Den årliga tillväxten beskriver den årliga utvecklingen med år 2008 som startår,

tillväxten över perioden beskriver ökningen från år 2008 till år 2012. (Kauppalehti 2013)

31.12.2012	Vinst per aktie					Årlig tillväxt	Tillväxt över period
	2012	2011	2010	2009	2008		
Amer Sports	0,65	0,72	0,59	0,36	0,26	26%	150%
Cargotec	1,77	2,54	1,34	0,79	2,14	-5%	-17%
Elisa	1,35	1,29	1,15	1,13	1,15	4%	17%
Fortum	1,48	1,49	1,57	1,56	1,64	-3%	-10%
Huhtamäki	1,22	0,87	0,91	0,58	0,32	40%	281%
Kemira	0,77	0,89	0,76	0,48	0,26	31%	196%
Kesko	1,45	1,83	1,79	0,72	1,30	3%	12%
Kone	2,46	2,30	2,10	1,94	1,66	10%	48%
Konecranes	1,54	1,24	1,38	1,34	2,83	-14%	-46%
Metso	2,67	2,40	1,66	1,40	2,75	-1%	-3%
Neste Oil	0,7	0,34	0,65	0,3	1,65	-19%	-58%
Nokia	-0,17	0,29	0,61	0,66	1,36		-113%
Nokian Renkaat	2,52	2,39	1,33	0,47	1,14	22%	121%
Orion	1,48	1,49	1,31	1,07	0,99	11%	49%
Outokumpu	-0,29	-0,34	-0,17	-0,46	-0,05		
Outotec	2,77	1,82	0,98	1,01	2,42	3%	14%
Rautaruukki	-0,65	-0,03	-0,30	-1,89	3,01		-122%
Stora Enso	0,32	0,63	0,79	0,19	0,18	15%	78%
TeliaSonera	0,47	0,50	0,42	0,45	0,45	1%	4%
UPM-Kymmene	0,70	0,93	0,99	0,11	0,42	14%	67%
Wärtsilä	1,85	1,52	1,68	2,15	1,94	-1%	-5%
YIT	1,46	1,04	1,16	0,57	1,01	10%	45%

Figur 3. Resultat per aktie och vinstutveckling för OMXH25.

7.2 Filtrering

Genom att filtrera efter P/E-tal på 15 eller lägre, ta bort de som inte delar ut dividend och som har en positiv årlig vinsttillväxt får vi fram följande företag:

31.12.2012	Pris	P/B	5 år	P/E	5 år	Current Ratio	Soliditet	Dividend	Direktavk.
UPM-Kymmene	8,8	0,8	0,8	12,5	26,2	1,90	46%	0,6	7%
Huhtamäki	12,27	1,5	1,3	10,2	12,5	1,54	44%	0,56	5%
Nokian Renkaat	30,1	2,8	2,7	12,0	17,3	5,47	71%	1,45	5%
Orion	22,18	6,1	4,8	14,9	12,8	2,94	61%	1,3	6%

Figur 4. Resultat av filtrering.

Efter filtreringen återstår fyra företag, varefter manuell plockning krävs. Pappersbolaget UPM-Kymmene väljs bort på grund av stora svängningar i resultat, vilket gör den svårbedömd. Dessutom har P/B-talet legat mellan 0,6 och 0,8 under fem års tid, varför jag anser att värderingen är relativt normal. Huhtamäki har enligt bokslut för år 2007 rapporterade förluster, vilket jag anser är för nära för att avgöra om företagets hälsa är stabil. Därefter kvarstår Nokian Renkaat och Orion.

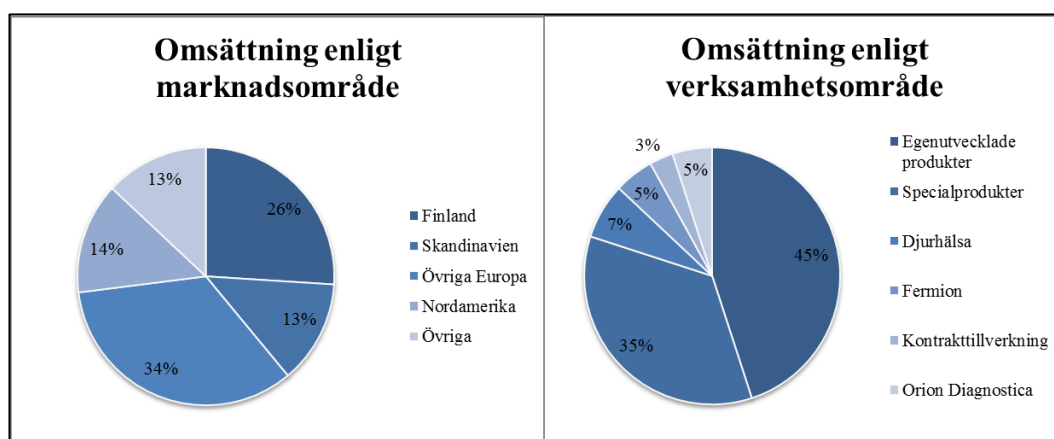
Nämnas bör här att det enligt Grahams kriterier inte finns ett enda bolag i Large Cap-indexet som vid undersökningstidpunkten passar in på exakt alla kriterier. Å ena sidan finns en del företag som man exempelvis kan köpa till P/B-tal under 1, men som har ogynnsamma nyckeltal eller tillväxt. Å andra sidan finns de som har gynnsamma nyckeltal och god tillväxt, men för dessa betalas en premie i form av högre P/B-tal.

De två bolag som här kvarstår såldes till 2,8 respektive 6,1 gånger substansvärdet per aktie den 31 december 2012. Nokian Renkaat och Orion såldes dock till relativt låga P/E-tal. Nokian Renkaat såldes till ett P/E-tal på 12 och Orion såldes till ett P/E-tal på 14,9. P/E-talen för hela indexet varierar enligt Figur 2 mellan 9,4 och 22,7. Dessa två företag kommer därför att studeras närmare trots en premie på P/B-talet.

8 ORION OYJ

Orion Oyj är ett finskt, internationellt verkande läkemedelsföretag som utvecklar, tillverkar och marknadsför läkemedel och diagnostiska undersökningar. Bland de bäst säljande produkterna finns Burana, Stalevo och Easyhaler. År 2012 omsatte Orion 980 miljoner euro, till en rörelsevinst på 281 miljoner euro. Bolaget har cirka 3500 anställda, varav cirka 2800 i Finland. Orions A- och B-aktier är noterade på Nasdaq OMX Helsinki. (Orion 2012)

Orions affärsverksamhet delas in i två huvuddelar; läkemedel och diagnostiska undersökningar. Kunder finns inom hälsovårdsbranschen såsom doktorer, apotek, sjukhus, hälsovårdscentraler, kliniker och laboratorier. Läkemedel står för 95 % av Orions omsättning av vilka en stor del kommer från egna patenterade läkemedel. Orion har också en stor portfölj av generiska mediciner och egenvårdsprodukter. Orion har också en ledande marknadsposition inom djurhälsa i Norden. Orions diagnostiska undersökningar används runt om i hela världen för att diagnostisera patienter med hjälp av lättanvända verktyg. Det ledande varumärket är QuikRead CRP som används för att diagnostisera infektioner. (Orion 2012)



Figur 5. Orions omsättning.

Orions största marknad är i Europa, där Finland står för 26 % av omsättningen, Skandinavien 13 % och övriga Europa 34 %. Nordamerika står för 14 % av omsättningen. Den största andelen av försäljningen kommer från egenutvecklade produkter samt specialprodukter. (Orion 2012)

Orions finansiella målsättning är finansiell stabilitet och lönsam tillväxt. Detta erhålls genom ökande försäljning, god lönsamhet med en rörelsemarginal på minst 20 % samt genom en soliditet på minst 50 %. (Orion 2012)

8.1 Fundamental analys

Detta underkapitel behandlar Orion Groups finansiella ställning med målsättningen att bland annat kunna utläsa hur lönsamt, effektivt och hälsosamt företaget är.

8.1.1 Lönsamhet

Orion	2012	2011	2010	2009	2008
Omsättning	980,4	917,9	849,9	771,5	710,7
Antal anställda	3495	3328	3137	3192	3270
Rörelsevinst	280,9	282,9	254,2	207	188,9
Nettovinst	208,9	209,5	184,7	151,4	139,2
Rörelsemarginal %	28,7%	30,8%	29,9%	26,8%	26,6%
Vinstmarginal %	21,3%	22,8%	21,7%	19,6%	19,6%
Vinsttillväxt över period %	50%				
Årlig vinsttillväxt %	10,7%				
ROCE	46%	49%	45%	37%	39%
ROE	41%	43%	41%	35%	33%
ROA	35%	38%	35%	29%	31%
Omsättning per anställd, Meur	0,28	0,28	0,27	0,24	0,22

Figur 6. Orions omsättning och marginaler.

Orions omsättning har ökat stabilt de senaste fem åren, från 710 miljoner år 2008 till 980 miljoner år 2012. Marginalerna har hållits goda med rörelsemarginal på i

snitt 28,5 % och vinstmarginal på i snitt 21 %. Vinsten har från 2008 till 2012 vuxit med 50 %, till en årlig tillväxttakt på 10,7 %. (Kauppalehti 2013)

Tillgångar Orion Group		
Meur, 31 december	2012	2011
Anläggningar, maskiner och utrustning	205,3	190,7
Goodwill	13,5	13,5
Immateriella rättigheter	58,0	66,6
Övriga immateriella tillgångar	4,3	4,8
Placeringar i intresseföretag	1,4	1,4
Finansiella tillgångar, tillgängliga för försäljning	0,5	1,1
Pensionstillgångar	39,6	37,4
Latenta skatter	2,0	1,4
Övriga fordringar	1,6	1,8
Bestående aktiva totalt	326,2	318,6
Lager	179,2	151,4
Kundfordringar	151,5	155,3
Övriga fordringar	34,8	30,8
Kassa och bank	145,2	123,0
Rörliga aktiva totalt	510,7	460,5
Tillgångar totalt	836,9	779,1

Figur 7. Tillgångar Orion Oyj 2011-2012.

Orion hade, som figur 7 visar, för räkenskapsperioden 2012 en balansomslutning på 836,9 miljoner euro. Med en omsättning på 980 miljoner euro betyder det i princip att alla tillgångar omsätts 1,16 gånger årligen. Orion är inget kapitalintensivt bolag som behöver investera massivt i produktionsanläggningar och maskiner. Bortsett från vissa nyinvesteringar i maskiner krävs främst investeringar i forskning, utveckling och patent. Det här kan vara en av anledningarna till att P/B-talet är så pass högt. Eftersom personal är en nyckelfaktor i forsknings- och utvecklingsprocessen bör vi också se till hur

mycket vinst de anställda genererar. För Orion är omsättningen per anställd, som visas i Figur 6, närmare 280 000 euro för år 2012. Detta kan jämföras med Mylan Inc, ett lite större amerikanskt bolag inom samma bransch, vars omsättning per anställd är cirka 262 000 euro (Marketwatch 2013).

8.1.2 Räntabilitet och effektivitet

Orion har mycket goda räntabilitetstal, med en avkastning på det totala kapitalet på 35 %. Avkastningen på eget kapital (ROE) och på sysselsatt kapital (ROCE) är 41 % respektive 46 %. Resursanvändningen för år 2012 är med andra ord ganska effektiv hos Orion. Sett till trenden för femårsperioden har räntabiliteten ökat stabilt, vilket är positivt. (Kauppalehti 2013)

Orion Group	2012	2011	2010	2009	2008	
Försäljning, Meur	980,4	917,9	849,9	771,5	710,7	
Kostnad för sålda varor, Meur	350,0	305,1	283,2	265,2	243,4	
Lager, medeltal, Meur	165,3	141,3	126,9	127,2	126,4	
Kundfordringar, medeltal, Meur	153,4	136,8	110,5	92,9	83,0	
Leverantörsskulder, medeltal, Meur	62,8	57,7	45,7	36,3	32,3	
Dagar i lager	172	169	164	175	190	
Kredittid	57	54	47	44	43	
Betalningstid på leverantörsskulder	65	69	59	50	48	<i>Medeltal</i>
CCC, dagar	164	154	152	169	184	<i>165</i>

Figur 8. Cash Conversion Cycle för Orion Group.

Figur 8 visar Orion Groups Cash Conversion Cycle, alltså rörelsekapitalets omsättningshastighet. CCC visar hur många dagar det tar för företaget att få in pengar från anskaffningen av varorna till betalning. CCC för Orion är 164 dagar för år 2012. Medeltalet för perioden är 165 dagar. Cykeln har hållits ganska jämnt under femårsperioden. Den långa kapitalbindningstiden i lagret, nästan ett halvår, oroväckande och lite svårtolkad. Dagar i lager har dock förbättrats under femårsperioden. Väsentliga förändringar är att kredittiden till kunder har förlängts, men det vägs till stor del upp av längre betalningstid på leverantörsskulder. Som jämförelse har jag använt Mylan Inc., ett amerikanskt läkemedelsföretag

(Marketwatch 2013). Mylan har en Cash Conversion Cycle på 148 dagar, alltså lite snabbare än Orion. Mylan har också en relativt lång bindningstid i lager, dock lite snabbare. Båda har långa betalningstider på leverantörsskulder, vilket är gynnsamt. (Orion Annual Report 2012)

Mylan Inc, Milj. USD	2012
Omsättning	6840,0
Kostnad för sålda varor	3850,0
Lager, medeltal	1465,0
Kundfordringar, medeltal	1490,0
Leverantörsskulder, medeltal	740,6
Dagar i lager	139
Kredittid	80
Betalningstid på leverantörsskulder	70
CCC, dagar	148

Figur 9. Cash Conversion Cycle för Mylan Inc.

8.1.3 Likviditet

	2012	2011	2010	2009	2008
Quick Ratio	1,91	1,82	2,11	2,18	2,29
Current Ratio	2,94	2,71	3,01	3,09	3,36
Likvida medel, Meur	145,2	123,0	167,2	170,5	176,1
Rörelsekapital, Meur	336,8	290,6			

Figur 10. Likviditetstal för Orion.

Orion uppvisar goda likviditetstal. Kassalikviditeten (Quick Ratio), som helst ska visa över 1, är i Orions fall 1,91. Balanslikviditeten (Current Ratio), som helst ska visa 2, är i Orions fall 2,94. Rörelsekapitalet är positivt och det finns gott om likvida medel. Likviditetssituationen har varit god över hela femårsperioden. Det finns därför belägg för att säga att Orion åtminstone inom en närliggande framtid inte kommer att ha problem med sin kortsiktiga betalningsförmåga. (Kauppalehti 2013)

8.1.4 Soliditet

	2012	2011	2010	2009	2008
Soliditet	61%	64%	63%	60%	60%
Räntetäckningsgrad	43	47			

Figur 11. Soliditet och räntetäckningsgrad för Orion Group.

Orions företagsledning har en sund policy för kapitalstrukturen. Bland företagets finansiella målsättningar sägs att soliditeten alltid skall överstiga 50 %. I verkligheten överskrider soliditeten 60 % för hela femårsperioden. Med en rörelsevinst på 280,9 miljoner och räntekostnader på 6,6 för år 2012 har Orion en räntetäckningsgrad på 43 gånger. Orion har en hanterlig skuldsättning och på basen av detta kan konstateras att inga långsiktiga betalningsproblem skall kunna uppstå inom den närmaste framtiden.

Skulder och Eget Kapital Orion Group		
Meur, 31 december	2012	2011
Aktiekapital	92,2	92,2
Fonder	0,5	0,5
Reserveringar	0,8	17,6
Balanserade vinstmedel	417,7	389,6
Eget kapital hänförligt till moderbolagets ägare	511,2	499,9
Minoritetsandelar	0,1	0,1
Eget kapital totalt	511,3	500,0
Latenta skatteskulder	43,1	42,2
Pensionsskulder	0,3	0,5
Avsättningar	0,1	0,3
Räntebärande långfristiga skulder	107,4	66,0
Övriga långfristiga skulder	0,8	0,3
Långfristigt främmande kapital totalt	151,8	109,3
Leverantörsskulder	59,3	66,3
Skatteskulder	8,0	6,4
Övriga kortfristiga skulder	77,4	74,5
Avsättningar		0
Räntebärande kortfristiga skulder	29,3	22,7
Kortfristigt främmande kapital totalt	173,9	169,9
Totalt främmande kapital	325,7	279,1
Eget kapital och skulder totalt	836,9	779,1

Figur 12. Eget kapital och skulder, Orion Group.

Figur 12 visar Orion Groups egna kapital och skulder. Av figuren framgår att den totala andelen räntebärande skulder är 136,7 miljoner år 2012. Med likvida medel på 145,2 miljoner år 2012 skulle i princip skulderna kunna täckas med medel ur kassan. (Orion Annual Report 2012)

8.2 Komparativ värdering

Orion Oyj	2012	2011	2010	2009	2008
Slutkurs	22,18	15,05	16,37	15,05	12,07
Vinst per aktie	1,48	1,49	1,31	1,07	0,99
Eget kapital per aktie	3,63	3,55	3,32	3,11	2,97
Dividend per aktie	1,3	1,3	1,2	1	0,95
Direktavkastning	6%	9%	7%	7%	8%
Dividend av vinst	88%	87%	92%	93%	96%
P/E	14,94	10,15	12,48	14,02	12,19
P/B	6,1	4,25	4,93	4,83	4,06
Årlig tillväxt eget kapital	5%				
Årlig tillväxt vinst per aktie	11%				

Figur 13. Prisrelaterade data för Orion Group 2008-2012.

I figur 13 finner vi att Orion vid bokslutstidpunkten är som högst värderad sett till femårsperioden, med ett P/E-tal på 14,94 och ett P/B-tal på 6,1. Bolaget betalar ut nästan alla vinstmedel i form av dividend. Läkemedelsbolaget Mylan Inc., som tidigare använts som jämförelse har den 11 april 2013 ett P/E-tal på 19,14 och ett P/B-tal på 3,38. Sett till P/E-talet skulle Orion kunna vara undervärderad. P/B-talet å andra sidan är högre för Orion än för Mylan. För läkemedelstillverkare är P/E-talet i medeltal 16,5. (Yahoo! 2013).

Om vi antar att samma vinsttillväxt fortsätter i 5 år får vi en vinst per aktie på 2,4 euro i slutet av år 5. Om vi då anger ett P/E-tal på 10, som är det lägsta för nuvarande femårsperiod får vi fram att aktiepriset skulle kunna vara 24,46 euro. Enligt denna metod, och till ett inköpspris på 22,18 per aktie, skulle vi kunna få en avkastning på 10 %. Om vi räknar med att en dividend på 1,3 betalas ut årligen utan att höjas kan vi lägga till den i kalkyleringarna. Med ett förväntat pris på 24,46 euro och dividender för perioden på totalt 6,50 (1,30 gånger 5) får vi en total avkastning på 40 %.

8.3 Värdering med diskonterade kassaflöden

Eftersom Orion ännu växer kraftigt lämpar sig inte Gordons dividendtillväxtmodell, eftersom en tillväxttakt på 11 % förmodligen inte kommer att vara hållbar på lång sikt. Därför kan vi till exempel göra ett antagande att företaget kommer att hålla en god, men något lägre, vinsttillväxttakt i 5 år till för att sedan stabilisera sig på en dividendtillväxtnivå på 3 % årligen för all framtid. Eftersom bolaget betalar ut nästan alla vinstmedel i form av dividend kommer också dividenden att öka under femårsperioden.

Inledningsvis behöver vi räkna ut ett korrekt avkastningskrav för Orion.

		Tillväxt	Stabil
Beta, β_i	=	0,61	0,9
Risikfri ränta, R_f	=	0,54 %	1,41 %
Risikpremium, $E(R_m) - R_f$	=	5,80 %	5,80 %
$E(R_i)$	=	$R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$	
Förv. Avk., $E(R_i)$	=	4,08%	6,63%

Figur 14. Avkastningskrav för Orion.

Beta för Orion är enligt Kauppalehti den 4 april 0,61. En 5-årig euriborränta på 0,54 % används som motsvarighet till den riskfria räntan för tillväxtperioden (Clp structured finance 2013). Ett riskpremium på 5,8 % används. Enligt CAPM får vi då en förväntad avkastning på 4,08 %. Med tiden antas att Orions beta närma sig ett och vi måste byta till en riskfri ränta med längre löptid. I detta exempel används en 10-årig euriborränta på 1,41 % (Clp structured finance 2013). Den förväntade avkastningen blir under den stabila fasen då 6,63 %. (Kauppalehti 2013)

Förväntad ROE under tillväxtfas	35 %					
Förväntad plow-back ratio under tillväxtfas	20 %					
Förväntad tillväxttakt EPS under tillväxtfas	7%					
Avkastningskrav under tillväxtfas	4,08%					
		1	2	3	4	5
Förväntad tillväxttakt	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	7,00 %	
Vinst per aktie	1,58	1,69	1,81	1,94	2,08	
Utbetalningskvot	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	80,00 %	
Dividend per aktie	1,27	1,36	1,45	1,55	1,66	
Avkastningskrav	4,08 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %	4,08 %	
Nuvärde	1,22	1,25	1,29	1,32	1,36	6,44
Stabil utbetalningskvot	85,00 %					
Avkastningskrav under stabil fas	6,63%					
Värde per aktie i slutet av år 5	50,06					
Värde per aktie	47,43					

Figur 15. Värdet på Orions aktie enligt tvåstegsmodellen.

Figur 15 visar uträkningarna i dividenddiskonteringsmodellen i två steg. Det första steget är att beräkna nuvärdet för dividenderna för åren 2013 till 2017. Det andra steget är att för den stabila perioden beräkna värdet på aktien enligt Gordons tillväxtmodell. Genom att diskontera värdet år 2017 till nuvärde och ansluta det till nuvärdet på dividenderna får vi slutligen värdet på aktien.

För att få en mer försiktig analys sänks ROE till 35 % och plow-back ratio till 20 %. Plow-back ratio är alltså den del av vinstmedlen som stannar i företaget och inte betalas ut som dividend. Genom att multiplicera ROE med andelen medel som stannar kvar i bolaget får vi fram en tillväxttakt för vinst per aktie och dividend per aktie på 7 % per år. Vinst per aktie för år 2013 är alltså beräknat med en 7 % tillväxt på vinst per aktie för 2012 (1,48).

Den stabila utbetalningskvoten beräknas med hjälp av en årlig dividendtillväxttakt på 3 % och en ROE på 20 %.

$$\text{Stabil utbetalningskvot} = 1 - g/\text{ROE} = 1 - 3\% / 15\% = 85\%$$

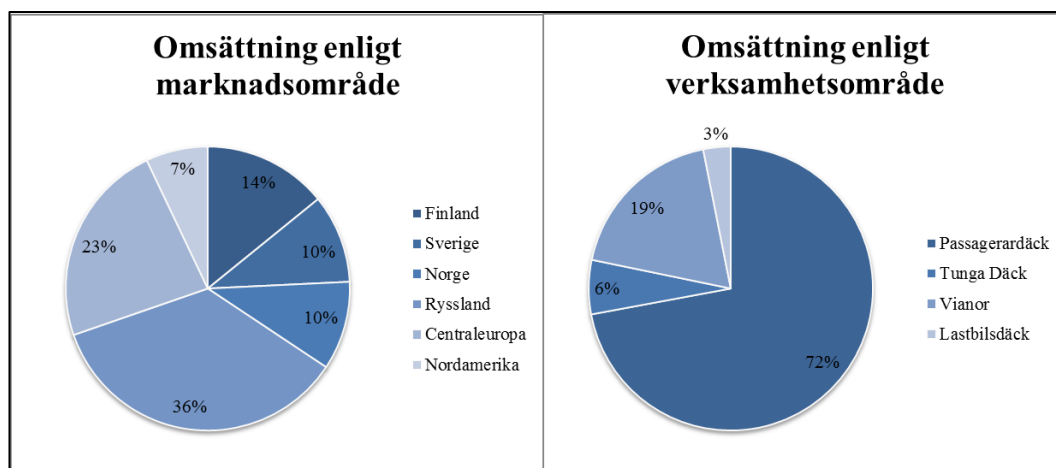
där g är tillväxttakten. De vinstmedel som därmed kan betalas ut som dividend är 85 % av vinsten. Värde per aktie i slutet av år 5 beräknas med Gordons tillväxtmodell och baserar sig på en årlig dividendtillväxttakt på 3 % och en stabil utbetalningskvot på 85 %.

Om vi lägger ihop nuvärdet av dividenderna med värdet vid slutet av år 2017, som diskonteras tillbaka med ett avkastningskrav på 4,08 % (avkastningskravet för tillväxtfasen), får vi ett pris på aktien på 47,43. Vid slutet av år 2012 såldes Orion för 22,18 vilket skulle innebära att aktien enligt denna modell är kraftigt undervärderad.

9 NOKIAN RENKAAT

Nokian Renkaat Oyj är en finsk däcktillverkare som specialiserar sig på kundbehov i nordliga klimat och hårda väderförhållanden. Företaget etablerades i sin nuvarande form år 1988, men rötterna går tillbaka till 1898 då Suomen Gummitehdas Oy grundades. Sedan 1932 har företaget tillverkat däck till passagerarbilar och 1934 producerades det första vinterdäcket. Företagets mest kända varumärke är Nokian Hakkapeliitta, som lanserades 1936. År 2012 omsatte Nokian Renkaat 1,6 miljarder euro och har cirka 4000 anställda. Nokian Renkaat är noterad på Nasdaq OMX Helsinki sedan 1995. (Nokian Tyres 2013)

Produkterna är mestadels sålda via däck- och serviceverkstäder. Företaget har egna försäljningsställen i Sverige, Norge, Tyskland, Schweiz, Ryssland, Ukraina, Kazakstan, Tjeckien, USA och Vitryssland. Nokian Renkaat äger också däckkedjan Vianor. Produktionen av nyckelprodukter sker vid fabriken i Nokia i Finland och Vsevolosjsk i Ryssland, medan resten av produktionen kontrakterats ut. (Nokian Tyres)



Figur 16. Omsättning enligt område för Nokian Renkaat.

Företaget har tre starka marknader. Finland, Sverige och Norge stod år 2012 för 34 % av företagets omsättning. Till Norden säljs cirka 10 miljoner däck årligen, av vilka 6 miljoner är vinterdäck. Försäljningen i Norden växer med 1-3 %

årligen. Nokian Renkaat är också marknadsledande i Ryssland, som står för 35 % av företagets omsättning. Ryssland har ingen lagstiftning om användande av vinterdäck, men de hårda väderförhållandena kräver vinterdäck under vintermånaderna. År 2012 såldes uppskattningsvis 41 miljoner däck i Ryssland. Marknaden beräknas växa med 10 % årligen. Slutligen är en viktig marknad Centraleuropa, där lagstiftning om vinterdäck blir allt vanligare. År 2012 såldes cirka 230 miljoner däck i Centraleuropa. Den totala tillväxten är i Centraleuropa långsam, bortsett från vinterdäckssegmentet som har en snabbare tillväxttakt. Passagerardäck står för den största delen av omsättningen (72 %). (Nokian Tyres Annual Report 2012)

9.1 Fundamental analys

I detta underkapitel studeras Nokian Renkaats finansiella ställning, lönsamhet och effektivitet.

9.1.1 Lönsamhet

Nokian Renkaat Oyj	2012	2011	2010	2009	2008
Omsättning	1612,4	1456,8	1058,1	798,5	1080,9
Antal anställda	4083	3866	3338	3503	3812
Rörelsevinst	415	380,1	220,4	102	250,7
Nettovinst	330,9	308,9	168,4	58,3	142,6
Rörelsemarginal %	25,7%	26,1%	20,8%	12,8%	23,2%
Vinstmarginal %	20,5%	21,2%	15,9%	7,3%	13,2%
Vinsttillväxt över period %	132%				
Årlig vinsttillväxt %	23,4%				
ROCE	29%	34%	28%	9%	23%
ROE	25%	29%	20%	8%	19%
ROA	26%	29%	24%	8%	20%
Omsättning per anställd, Meur	0,39	0,38	0,32	0,23	0,28

Figur 17. Lönsamhetsberäkningar för Nokian Renkaat.

Frånsett en svacka 2009 har omsättningen och vinsten vuxit i snabb takt för företaget. Nedgången 2009 orsakades av det generella ekonomiska läget och minskad efterfrågan men företaget verkar ha återhämtat sig väl. Rörelse- och vinstmarginalerna är goda med en rörelsemarginal på 25,7 % och en vinstmarginal på 20,5 % enligt det senaste bokslutet. Omsättningen per anställd är år 2012 drygt 390 000 euro per anställd. Detta kan jämföras med Goodyear Tire & Rubber Co, en amerikansk däcktillverkare i ungefär samma storlek, vars omsättning per anställd är drygt 237 000 euro. Goodyear har år 2012 en rörelsemarginal på 2,10 % och en vinstmarginal på drygt 1 % (Marketwatch, Goodyear Tire & Rubber Co, 2013). (Kauppalehti 2013)

9.1.2 Räntabilitet och effektivitet

Enligt Figur 17 är den totala avkastningen (ROA) på Nokias tillgångar för året 2012 26 %. Med en omsättning på 1,6 miljarder kan man i princip säga att Nokian Renkaats totala tillgångar omsätts 0,8 gånger årligen. Avkastningen på eget och sysselsatt kapital för år 2012 är 25 % respektive 29 %. Räntabilitetsmåten har alla ökat under femårsperioden. (Kauppalehti 2013)

Nokian Renkaat	2012	2011	2010	2009	2008	
Försäljning, Meur	1612,4	1456,8	1058,1	798,5	1080,9	
Kostnad för sålda varor, Meur	900,7	805,8	604,0	478,0	588,1	
Lager, medeltal, Meur	319,5	267,3	205,3	245,5	242,1	
Kundfordringar, medeltal, Meur	355,5	297,1	253,5	258,2	246,9	
Leverantörsskulder, medeltal, Meur	82,0	84,7	57,4	56,4	73,0	
Dagar i lager	129	121	124	187	150	
Kredittid	80	74	87	118	83	
Betalningstid på leverantörsskulder	33	38	35	43	45	<i>Medeltal</i>
CCC, dagar	177	157	177	262	188	<i>192</i>

Figur 18. Cash Conversion Cycle för Nokian Renkaat.

Rörelsekapitalets omsättningshastighet, CCC, är för Nokian Renkaat är 177 dagar. Den längsta kapitalbindningstiden är i lagret. Företaget får in pengar från sina kundfordringar på cirka 80 dagar och betalar sina leverantörsskulder på cirka 30

dagar. Över femårsperioden ser vi att Nokian Renkaat har sänkt sin kredittid, men också att betalningstiden hos leverantörer har blivit kortare. Företaget har blivit mer effektivt på att få ut sina varor ur lagret. Trots det så är rörelsekapitalets omsättningshastighet nästan ett halvt år.

Detta kan jämföras med Goodyear Tire & Rubber Co (Figur 19), som har en CCC på 49 dagar (Marketwatch, Annual Financials For Goodyear Tire & Rubber Co., 2013). Figuren visar att Goodyear har en klart bättre omsättningshastighet på sitt rörelsekapital.

Goodyear Tire & Rubber Co, Milj. USD	2012
Omsättning	20992,0
Kostnad för sålda varor	17163,0
Lager, medeltal	3553,0
Kundfordringar, medeltal	2706,0
Leverantörsskulder, medeltal	3445,5
Dagar i lager	76
Kredittid	47
Betalningstid på leverantörsskulder	73
CCC, dagar	49

Figur 19. Cash Conversion Cycle för Goodyear.

9.1.3 Likviditet

	2012	2011	2010	2009	2008
Quick Ratio	4,05	1,97	2,97	2,27	2,42
Current Ratio	5,47	2,69	4,06	3,39	3,74
Likvida medel, Meur	430,3	464,5	216,6	62,5	113,2
Rörelsekapital, Meur	988,1	757,0			

Figur 20. Likviditetstal för Nokian Renkaat.

Likviditetsvärdena för Nokian Renkaat är goda. Kassalikviditeten (Quick Ratio), som bör överstiga ett, är 4,05 och balanslikviditeten (Current Ratio), som bör överstiga 2, är 5,47. Det finns också en god reserv av likvida medel.

Likviditetssituationen har varierat en del men har under femårsperioden inte underskridit referensnivåerna. Det kan alltså konstateras att Nokian Renkaat har en gynnsam likviditetssituation.

9.1.4 Soliditet

	2012	2011	2010	2009	2008
Soliditet	71%	63%	68%	62%	55%
Räntetäckningsgrad	3,5	3,4			

Figur 21. Soliditet och räntetäckningsgrad, Nokian Renkaat.

Företaget uppvisar en god soliditet som gradvis har stigit under femårsperioden.. Räntetäckningsgraden, som bör vara högre än 1,5 är 3,5. Detta betyder att företaget skulle kunna betala sina räntekostnader 3,5 gånger om, vilket bör vara mer än tillräckligt. Figur 22 visar Nokian Renkaats tillgångar och skulder, vilken visar att de totala räntebärande skulderna uppgår till 365,1 miljoner euro. I princip skulle dessa skulder kunna täckas med medel ur kassan vid vilken tidpunkt som helst. Nokian Renkaats skuldsituation är med andra ord hållbar.

Skulder och Eget Kapital Nokian Renkaat		
Meur, 31 december	2012	2011
Aktiekapital	206,8	206,8
Fonder	79,3	35,4
Reserveringar	-62,5	-83,5
Balanserade vinstmedel	1213,2	1027,2
Eget kapital hänförligt till moderbolagets ägare	1436,8	1185,9
Minoritetsandelar	0,3	0,3
Eget kapital totalt	1437,2	1186,1
Latenta skatteskulder	34,9	31,2
Avsättningar	0,1	
Räntebärande långfristiga skulder	323,1	207,6
Övriga långfristiga skulder	3,5	2,5
Långfristigt främmande kapital totalt	361,7	241,2
Leverantörsskulder	75,5	88,4
Skatteskulder	13,2	7,2
Övriga kortfristiga skulder	85,8	97,7
Avsättningar	4,3	1,8
Räntebärande kortfristiga skulder	42	253,4
Kortfristigt främmande kapital totalt	220,8	448,5
Totalt främmande kapital	582,5	689,7
Eget kapital och skulder totalt	2019,6	1875,9

Figur 22. Eget kapital och skulder, Nokian Renkaat.

9.2 Komparativ värdering

Nokian Renkaat Oyj	2012	2011	2010	2009	2008
Slutkurs	30,1	24,88	27,45	17	7,91
Vinst per aktie	2,52	2,39	1,33	0,47	1,14
Eget kapital per aktie	10,89	9,15	7,34	6,07	6,2
Dividend per aktie	1,45	1,2	0,65	0,4	0,4
Direktavkastning	5%	5%	2%	2%	5%
Dividend av vinst	58%	50%	49%	85%	35%
P/E	12	10,44	20,82	36,4	6,92
P/B	2,76	2,72	3,74	2,8	1,27
Årlig tillväxt eget kapital	15%				
Årlig tillväxt vinst per aktie	22%				

Figur 23. Prisrelaterade nyckeltal för Nokian Renkaat.

Som framgår av figur 23 har aktien vid bokslutstidpunkten 2012 ett P/E-tal på 12 och ett P/B-tal på 2,76. Under femårsperioden har värderingen enligt P/E-tal varit allt från 6,92 till 36,4. P/E-talen för åren 2008 och 2009 kan åtminstone delvis förklaras av Nokian Renkaats vinstnedgång och det allmänna ekonomiska läget. Det blir därför svårare att bedöma en normal nivå. P/E-talet för Goodyear, är den 3 april 2012 16,35 (Marketwatch 2013). Detta skulle kunna antyda att Nokian Renkaat är lite undervärderad. Ytterligare en faktor som talar för det är den goda vinsttillväxten i relation till det förhållandevis låga P/E-talet.

Om vi antar att samma goda vinsttillväxt hålls i 5 år till får vi en vinst per aktie på 6,79 euro i slutet av år 5. Om vi då anger ett P/E-tal på 6,92, som är det lägsta för nuvarande femårsperiod får vi fram att aktiepriset skulle kunna vara 47 euro. Enligt denna metod, till ett inköpspris på 30,10 per aktie, skulle vi kunna få en avkastning på 56 %. Om vi räknar att en dividend på 1,45 betalas ut årligen utan att höjas kan vi lägga till den i kalkyleringarna. Med ett förväntat pris på 47 euro och dividender för perioden på totalt 7,25 (1,45 gånger 5) får vi en total avkastning på 80 %.

9.3 Värdering med diskonterade kassaflöden

På grund av Nokian Renkaats extraordinära vinsttillväxt de senaste fem åren blir det problematiskt att göra en hållbar framtidsprognos. Dividenddiskontering enligt tvåstegsmodellen blir ohållbar eftersom den räknar med ett abrupt avbrott mellan tillväxtfas och stabil fas. Därför anser jag att det är mest lämpligt att försöka göra en försiktig värdering fem år framåt. Inledningsvis bör då vi räkna ut ett avkastningskrav för Nokian Renkaat.

Beta, β_i	=	1,17
Risikfri ränta, R_f	=	0,54 %
Risikpremium, $E(R_m) - R_f$	=	5,80 %
$E(R_i)$	=	$R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$
Förv. Avk., $E(R_i)$	=	7,33%

Figur 24. Avkastningskrav för Nokian Renkaat.

Enligt Kauppalehti är beta för Nokian Renkaat den 3 april 2013 1,17. Den riskfria räntan, där en femårig euriborränta används som motsvarighet är 0,54 % (Clp structured finance 2013). Med ett riskpremium på 5,8 % blir avkastningskravet 7,33 %, visat i Figur 24.

Förväntad ROE under tillväxtfas	25%					
Förväntad plow-back ratio under tillväxtfas	50%					
Förväntad tillväxttakt EPS under tillväxtfas	12,5%					
Avkastningskrav under tillväxtfas	7,3%					
		2013	2014	2015	2016	2017
Förväntad tillväxttakt	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vinst per aktie	2,84	3,19	3,59	4,04	4,54	
Utbetalningskvot	50%	50%	50%	50%	50%	
Dividend per aktie	1,42	1,59	1,79	2,02	2,27	
Avkastningskrav	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	7,33%	
Nuvärde	1,32	1,38	1,45	1,52	1,59	7,27
P/E-tal	6,92	10	15			
EPS	4,54	4,54	4,54			
Pris	31,42	45,41	68,12			
Värde per aktie i slutet av år 2017	31,42	45,41	68,12			
Värde per aktie	29,34	39,16	55,11			

Figur 25. Värde på Nokian Renkaat enligt dividenddiskonteringsmodellen.

Figur 25 visar uträkningarna i dividenddiskonteringsmodellen. ROE är fortsättningsvis 25 % och vi antar att företaget betalar ut 50 % av vinstmedlen som dividend. Genom att multiplicera ROE med andelen vinstmedel som stannar kvar i bolaget får vi fram en tillväxttakt för vinst per aktie och dividend per aktie på 12,5 % per år. Vinst per aktie för år 1 är alltså beräknat med en 12,5 % tillväxt på vinst per aktie för 2012 (2,52).

För att få fram ett pris vid slutet av år 5 anger vi tre olika P/E-tal för att få fram värden med olika grad av försiktighet. Ett P/E-tal på 6,92 motsvarar det lägsta noterade vid bokslutstidpunkten åren 2008-2012. P/E-tal på 10 och 15 får fungera som normal respektive hög värdering. Värdet för slutet av år 5 diskonteras slutligen tillbaka till nuvärde och ansluts med nuvärdet av dividendutbetalningarna.

Enligt en låg värdering med ett P/E-tal på 6,92 får vi ett värde på 29,34, vilket nästan motsvarar priset vid slutet av år 12. Med högre P/E-tal på 10 och 15 får vi värden på 39,16 och 55,11.

10 SLUTDISKUSSION

I detta arbete har jag behandlat värdeinvestering och fundamental analys. Jag har identifierat potentiella värdebolag, studerat bolagens finansiella hälsa och försökt värdera bolaget med hjälp av dividenddiskonteringsmodeller.

Arbetets teoretiska del består till större delen av information från kursböcker. Det finns mycket skrivet om ämnet och det har tidvis varit mycket svårt att välja ut information relevant för arbetet. Den empiriska delen baserar sig på information från bokslut och nyckeltal från tidningen Kauppalehti. Att använda sig av färdigt uträknade nyckeltal visade sig vara effektivt eftersom de tar i beaktande eventuella justeringar. De ger, enligt mig, en mer rättvisande bild än bolagens egna rapporterade resultat. Att göra dessa justeringar själv skulle vara svårt och ta mycket tid. Det har också varit svårt att hitta lämpliga jämförbara företag. Jag har varit tvungen att leta internationellt på grund av att inga inhemska motsvarigheter finns. Det har också varit svårt att hitta företag som storleksmässigt går att jämföra. De företag jag presenterat bidrar dock med en fingervisning hur företaget bör ligga värderingsmässigt.

Jag har ett flertal gånger hört att aktierna i Finland är billiga just nu. Efter att ha studerat dessa 22 bolag kan jag inte riktigt hålla med. Visserligen är kanske priserna inte vad de en gång varit, men kanske inte heller den finansiella hälsan är det? De 22 bolag jag gick igenom sorterades efter P/B-tal, P/E-tal, vinsttillväxt, soliditet och likviditet. Medeltalet på current ratio var 1,64 och soliditetsmedeltalet var 44 % (se Figur 2 på sidan 45). Jag anser inte att jag ställde för höga krav under sorteringsprocessen.

10.1 Resultat av undersökningen

De två företagen som slutligen passerade filtreringskriterierna har enligt senaste bokslutsuppgifter enligt mig en enastående finansiell hälsa. Båda företagen har en gynnsam skuldsituation, både kortsiktigt och långsiktigt. Vinsttillväxten och

vinstmarginalerna har för både Orion och Nokian Renkaat varit goda. Orion passerade det mycket svåra året 2009 helt obemärkt (se exempelvis förändringar i vinst per aktie i Figur 3), medan Nokian Renkaat dock gjorde en djupdykning på grund av låg efterfrågan. Nokian Renkaats framgång är enligt mig relativt osäker eftersom det syns klart och tydligt av vinstmarginalerna och nyckeltalen vad ett dåligt år kan ställa till med. En studie av rörelsekapitalets omsättningshastighet (CCC) visade att de båda bolagen presterade sämre än sina jämförda konkurrenter. Både Orion och Nokian Renkaat har en längre bindningstid i lagret, vilket är lite oroväckande. Mellan Orion och Mylan är den totala skillnaden relativt liten; 164 dagar för Orion och 148 dagar för Mylan. Den totala skillnaden mellan Nokian Renkaat och Goodyear är dock inte lika lätt att blunda för; Nokian Renkaat har en omsättningshastighet på 177 medan Goodyear har en omsättningshastighet på 49 dagar. Orion och Nokian Renkaat går förvisso inte sinsemellan att jämföra men sett till marginaler, nyckeltal och stabilitet trumfar Orion.

Mina antaganden om Orion stärks av värderingsmodellerna. Trots att jag försökte använda rätt försiktiga antaganden visade mina kalkyler att Orion är undervärderad. Nokian Renkaat däremot var svårare att värdera eftersom den tidigare vinsttillväxten har varit så pass hög. Enligt det mest försiktiga antagandet med ett P/E-tal på 6,92 vid slutet av år 2017 är kursen vid bokslutstidpunkten 2012 rätt. Enligt min mest optimistiska värdering med ett P/E-tal på 15 är också Nokian Renkaat undervärderad.

10.2 Förslag till fortsatt forskning

Jag nämnde tidigare i detta kapitel att jag anser att finska börsbolag är dyra. Detta tror jag främst beror på att OMX Helsinki är relativt liten och övervakningen är rätt koncentrerad. I USA, som Graham studerade, är börsbolagen mycket fler och därför finns det börsbolag som slipper ”under radarn”. På en liten börs å andra sidan kan dessa skillnader mellan underliggande värde och pris snabbt upptäckas och korrigeras. Mitt förslag till fortsatt forskning är därför att studera ett större område.

I detta arbete har jag också fokuserat på dividenddiskonteringsmodeller. Det finns också diskonteringsmodeller som fokuserar på kassaflödet från företaget. Medan dividenddiskonteringsmodellen fokuserar på det som delas ut av vinsten fokuserar kassaflödesdiskonteringsmodellen på att diskontera kassaflödet företaget genererar. Eftersom kassaflödet ger en bild av företagens sanna intjäningsförmåga, till skillnad från räkenskapsperiodens vinst som ofta förskönas, skulle det även vara intressant att studera det.

Slutligen skulle det vara intressant att behandla risk. Jag har bara flyktigt nämnt risk för att kunna räkna ut ett avkastningskrav. Det finns förstås mycket mer att säga om risk och värderingsmodeller baserade på risk skulle vara intressanta att studera.

KÄLLFÖRTECKNING

Böcker

Graham, B. 2006. The Intelligent Investor. Reviderad upplaga. New York. HarperCollins.

Graham, B. Meredith, S. 1998. The Interpretation of Financial Statements. Reviderad upplaga. New York. HarperCollins.

Harrington, D. 2004. Corporate Financial Analysis in a Global Environment. Sjunde upplagan. Kanada. Thomson South-Western.

Brealey, R. Myers, S. Allen, F. 2011. Principles of Corporate Finance. Global Edition. New York. McGraw-Hill.

Bodie. Kane. Marcus. 2003. Investments. Fifth Edition. New York. McGraw-Hill.

Skärvad, P-H., Olsson, J. 2009. Företagsekonomi 100. Fjortonde upplagan. Malmö. Liber Ab.

Tomperi, S. 2005. Bokföring i praktiken. Tredje upplagan, reviderad. Edita Publishing.

Elektroniska publikationer

Bernhardsson, J. 2004. Warren Buffet – Investeraren som blivit en levande legend. Aktiespararen nr 10/2004.

<http://www.investeraren.se/13.pdf>

Buffett, W. 2011. Berkshire Hathaway Shareholder Letters.

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/letters.html>

Clp structured finance. 2013. Euro swap (fixed) rates. Baserat på data från den 30 januari 2013.

<http://www.swap-rates.com/EUROSwap.html>

Damodaran, A. Country Default Spreads and Risk Premiums. Uppdaterad januari 2013.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Deloitte. 2012. Update Parameters – Riskfree Rate at 2,42 % per 31.12.2011.

<http://www.deloittefinancialadvisory.at/2012/01/05/update-parameters-riskfree-rate-at-242-per-31-12-2011/>

Investopedia. 2010. Understanding the Cash Conversion Cycle.

<http://www.investopedia.com/articles/06/cashconversioncycle.asp>

Investopedia. Interest Coverage Ratio. Hämtad den 5 april 2012.

<http://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp>

Kauppalehti. 2013. Riskianalyysi Neste Oil (NES).

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1901#riskianalyysi>

Kauppalehti. 2013. Orion Oyj (ORN). Hämtat den 3 april 2013.

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1931>

Kauppalehti. 2013. Tulostiedot Orion Oyj (ORN). Hämtat den 3 april 2013.

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/tulostiedot.jsp?klid=1931>

Kauppalehti. 2013. Nokian Renkaat (NRE).

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1088>

Kauppalehti. 2013. Tulostiedot Nokian Renkaat (NRE)

<http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/tulostiedot.jsp?klid=1088>

Khan Academy. P/E-conundrum. Hämtat den 5 april 2013.

<http://www.khanacademy.org/finance-economics/valuation-and-investing/v/undefined/v/undefined/v/p-e-conundrum>

Marketwatch. 2013. Mylan Inc.

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/myl>

Marketwatch. 2013. Annual Financials for Mylan Inc.

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/myl/financials>

Marketwatch. 2013. Goodyear Tire & Rubber Co.

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/GT>

Marketwatch. 2013. Annual Financials for Goodyear Tire & Rubber Co.

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/GT/financials>

Nokian Tyres. Nokian Tyres – expertise in Nordic conditions. Hämtat den 3 april 2013.

<http://www.nokiantyres.com/company>

Nokian Tyres. 2013. Annual Report 2012.

http://www.nokiantyres.com/files/nokiantyres/Vuosikertomukset_eng/NokianTyres_annual_report_2012_EN_final.pdf

Orion. 2012. Orion in brief. Hämtat den 3 april 2013.

<http://www.orion.fi/en/Orion/Orion-as-a-Company/>

Orion. 2012. Orion's financial objectives. Hämtat den 3 april 2013.

<http://orion.fi/en/Investors/Financials/Financial-targets/>

Orion. 2013. Orion Annual Report 2012.

[http://www.orion.fi/Documents/Publications %20and %20Media %20main %20file/Annual %20Reports %20PDF/Orion_AnnualReport_2012.pdf](http://www.orion.fi/Documents/Publications%20and%20Media%20main%20file/Annual%20Reports%20PDF/Orion_AnnualReport_2012.pdf)

Roine, S. 2010. Vad man bör veta om värdepapper. Helsingfors. Börsstiftelsen.

<http://www.porssisaatio.fi/se/blog/books/mita-arvopapereista-tulisi-tietaa/>

Yahoo. 2013. Key Statistics, Mylan Inc. Hämtat den 11 april 2013.

<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=MYL+Key+Statistics>

Yahoo. 2013. Industry browser, Drug manufacturers (Major). Hämtat den 3 april 2013.

<http://biz.yahoo.com/p/510conameu.html>