

Södertörns högskola | Institutionen för Ekonomi och företagande

Kandidatuppsats 15 Hp | Finansiering | Vårterminen 2011

Aktievärderingsmodeller

– Vilka modeller används i praktiken?

Av: Berivan Karim och Linnéa Hedin

Handledare: Åke Bertilsson

Sammanfattning

Aktievärdering innebär att man använder olika aktievärderingsmodeller för att fastställa ett rimligt värde på en aktie. Aktievärderingsmodellerna kan indelas i två huvudsakliga ansatser. Den fundamentala analysen värderar aktier med hjälp av uppgifter om företaget. Den tekniska analysen värderar aktien med utgångspunkt från aktiens tidigare utveckling och rörelsemönster på marknaden.

Denna uppsats ämnar ta reda på vilka huvudsakliga aktievärderingsmodeller som används av fyra personer som arbetar med aktier samt hur tillförlitliga modellerna anses vara enligt dessa personer.

Uppsatsen har utgått från en kvalitativ forskningsmetod i form av semistrukturerade intervjuer. Insamling av respondenter har utförts genom ett subjektivt urval samt ett bekvämlighetsurval.

Modellerna som ligger till grund för uppsatsens teoriavsnitt är; kassaflödesvärdering, Gordons modell, relativvärdering i form av P/E-tal, teknisk analys och CAPM. De aktievärderingsmodeller som huvudsakligen används av de fyra respondenterna är kassaflödesvärdering och relativvärdering i form av P/E-tal. Flertalet av respondenterna anger att aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet i många avseenden är bristande.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Problembakgrund	2
1.2 Frågeställning	3
1.3 Syfte	3
1.4 Avgränsning	3
1.5 Målgrupp	4
1.6 Definitioner	4
2. Metod	5
2.1 Deduktiv ansats	5
2.2 Kvalitativ forskning	6
2.2.1 Urval	7
2.2.2 Utformning av intervjuformulär	7
2.2.3 Dataanalys	8
2.3 Insamling av primärdata	9
2.4 Insamling av sekundärdata	9
2.5 Validitet	9
2.6 Reliabilitet	9
3. Teori	10
3.1 Fundamental analys	10
3.1.1 Kassaflödesvärdering	10
3.1.1.1 De två tillvägagångssätten för kassaflödesvärdering	11
3.1.1.2 EVA– modellen (Economic value added)	13
3.1.2 Gordons modell	13
3.2 Relativvärdering	16
3.2.1 P/E-talsmodellen	16
3.3 Teknisk analys	17
3.4 Portföljteorin	18
3.4.1 Capital Asset Pricing Model	18
3.5 Tidigare forskning	20

4. Empiri	22
4.1 Intervju med Lars Frick	22
4.2 Intervju med Robert Gärtner	24
4.3 Intervju med Respondent 1	26
4.4 Intervju med Respondent 2	28
5. Analys	30
5.1 Användning av aktievärderingsmodeller	30
5.1.1 Kassaflödesvärdering	30
5.1.2 Gordons modell	31
5.1.3 Relativvärdering i form av P/E-tal	31
5.1.4 Teknisk analys	31
5.1.5 CAPM	32
5.1.6 Användning vid olika konjunkturlägen	32
5.2 Aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet	32
6. Slutsats	34
7. Egna reflektioner	35
7.1 Metodkritik	35
7.2 Förslag till vidare forskning	35
8. Källförteckning	36
9. Bilaga 1	39

1. Inledning

I detta kapitel framläggs en introduktion till uppsatsens ämnesval. Vidare redogörs det för uppsatsen problembakgrund, syfte samt frågeställningar.

Idén till denna uppsats kom till vid en diskussion om de teoretiska aktievärderingsmodellernas användning i arbetslivet. Frågan vi ställer oss är om aktievärderingsmodeller används i praktiken och i så fall vilka av modellerna som praktiseras.

Aktievärdering innebär att man använder olika modeller för att fastställa ett rimligt värde på en aktie. Det teoretiskt uträknade aktievärdet jämförs med börskursen och jämförelsen avgör om aktien är köpvärd eller inte. Är aktiens beräknade värde högre än börskursen är aktien köpvärd (Wilke 2010, s. 63) .

En lyckad aktieinvestering kan kännetecknas av att investeraren köper aktien när aktiekursen är låg för att sedan sälja aktien till en högre kurs. En låg aktiekurs kan betyda att aktien är undervärderad. En undervärderad aktie innebär att företagets aktier säljs till ett lägre pris i relation till hur mycket företaget förväntas växa och öka sin vinst. Att identifiera en undervärderad aktie kan vara en komplicerad process eftersom många olika aspekter ska vägas in vid en aktievärdering. Idag finns det många olika värderingsmodeller som kan användas för att värdera ett företags aktier. Det finns två huvudsakliga ansatser inom området. Den ena ansatsen som kallas fundamental analys värderar aktier med hjälp av uppgifter om företaget (vinst och vinsttillväxt bland annat). Den andra ansatsen som kallas teknisk analys värderar aktien med utgångspunkt från aktiens tidigare utveckling och rörelsemönster på marknaden (Hansson 2007, s. 50).

Vilka modeller som bör användas och hur modellerna ska tillämpas är inte ett givet beslut. Även för finansanalytiker är dessa beslut problematiska och detta har lett till att aktier vid ett flertal tillfällen har värderats till väsentligt skilda belopp av olika analytiker (Finanstankar 2010). Denna uppsats ämnar därför ta reda på vilka

aktievärderingsmodeller som huvudsakligen används och hur tillförlitliga modellerna anses vara enligt personer som arbetar med värdering av aktier.

1.1 Problembakgrund

Aktieplacering är idag en vanlig investeringsform, vilket har lett till att många handböcker har skrivits om hur en lyckad aktieinvestering bör genomföras. I takt med det ökade intresset för aktieinvestering har finansanalytiker fått en betydande roll på aktiemarknaden (Olbert). En finansanalytiker arbetar på kapitalmarknaden och analyserar aktier och obligationer. Analytikerna övervakar ständigt förändringen på kapitalmarknaden och fungerar som både rådgivare och informationsförmedlare. Forskning inom aktievärderingsområdet har visat att finansanalytikernas analyser kan påverka utvecklingen av aktiekurser (Olbert).

Aktiekursen kan styras av många faktorer. Faktorerna kan indelas i två grupper (Wilke 2010, s. 69). Den ena gruppen speglar olika omvärldsfaktorer som påverkar företaget, till exempel konjunkturläge, företagens finansiella ställning och marknadssituation. Den andra gruppen representerar faktorer som rör aktieägarna, till exempel placerarpsykologi samt utbud och efterfrågan. Företagsanalyser, nyheter och rykten är faktorer som styr utbudet och efterfrågan på marknaden. Placerarpsykologi innebär att en placerares beslut om att köpa eller sälja en aktie grundas på olika psykologiska omständigheter, så som girighet och rädsla (Wilke 2010, ss. 68-69).

Forskning har visat att beteendet på aktiemarknaden till stor del styrs av ett flockbeteende. Med flockbeteende menas att en investerare främst styrs av andras investeringsbeslut (man följer flocken) och inte fattar sina beslut baserat på egna reflektioner och marknadsanalyser (Affärsvärlden 2009).

Som nämnts i inledningen av denna uppsats finns det två huvudsakliga ansatser inom aktievärdering. Värderingen kan grundas på aktiens tidigare utveckling på marknaden samt analyser om företagens framtida utveckling och vinststillväxt. Eftersom det är svårt att korrekt förutspå vad som kommer att hända i framtiden kan en aktievärdering lätt bli felaktig. Även en analytiker, vars jobb det är att värdera ett bolags aktier, kan ge felaktiga köp-, eller säljrekommendationer. År 2008 rekommenderade USB-

banken aktieplacera att sälja H & M aktien då de befarade att aktiekursen skulle sjunka. Ett år efter bankens säljrekommendation visade det sig att aktiekursen hade stigit kraftigt, vilket innebar att analytikerna på banken hade gjort en felaktig värdering av H & M aktien (Finanstankar 2010). Vad orsakade den felaktiga värderingen? Användes det en olämplig värderingsmodell eller var det beräkningarna som var felaktigt utförda? Det finns många värderingsmodeller för en person som värderar aktier att tillgå, men frågan är vilka av dessa modeller som huvudsakligen används och hur tillförlitliga de anses vara?

1.2 Frågeställning

Denna uppsats ämnar göra en kvalitativ undersökning om huruvida de teoretiska aktievärderingsmodellerna används i praktiken. Frågan som denna uppsats ska besvara är:

Vilka huvudsakliga modeller används vid aktievärdering och hur tillförlitliga anses de vara enligt fyra aktörer på den svenska finansmarknaden?

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka vilka huvudsakliga aktievärderingsmodeller som används av fyra aktörer på den svenska finansmarknaden. Vidare ämnar uppsatsen undersöka dessa aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet enligt de utvalda aktörerna.

1.4 Avgränsning

Denna uppsats avgränsas till fyra aktievärderingsmodeller samt en modell som uppskattar aktieägarnas avkastningskrav. De fyra aktievärderingsmodellerna som ligger till grund för uppsatsen är kassaflödesvärdering, Gordons modell, relativvärdering i form av P/E-tal och teknisk analys. Vi har valt att fokusera på dessa fyra modeller på grund av att de är vanligast förekommande. Modellen som används för att uppskatta aktieägarnas avkastningskrav namnges CAPM (Capital asset pricing model) och används som ett verktyg vid värdering av aktier.

Vi har valt att samla data till vår empiri genom fyra semistrukturerade intervjuer. De intervjupersoner vi vill avgränsa oss till är personer som arbetar med aktievärdering i Sverige.

1.5 Målgrupp

Målgruppen för denna uppsats är personer som har en begränsad kunskap inom ämnet aktievärdering och därmed syftar uppsatsen till att ge läsaren en grundläggande kunskap inom ämnet. Uppsatsförfattarna anser det väsentligt att läsaren får en grundläggande kunskap om marknaden för aktievärdering och därför har en förklaring av aktiemarknaden presenterats i det nästkommande definitionsavsnittet.

1.6 Definitioner

Aktiebolag

Ett aktiebolag är en juridisk person. En juridisk person har egen rättskapacitet, vilket innebär att bolaget kan ha egna skulder, ingå avtal och så vidare (Hansson 2005, s. 13). Aktiebolagen i Sverige regleras av Aktiebolagslagen. Lagen innehåller bland annat bestämmelser om bildande av aktiebolag, aktiebetalning och bolagsordningen.

Aktie

En aktie utgör en ägarandel i ett aktiebolag. Ägarandelen i bolaget berättigar till en rösträtt i bolagsstämman och eventuell utdelning av vinst. En delägare i ett aktiebolag är inte personligt ansvarig för bolagets förbindelser. Med detta menas att en delägare i ett aktiebolag enbart riskerar att förlora det kapital som satsats i bolaget (aktiekapital), samt eventuella borgensåtaganden (Hansson 2005, ss. 13- 15).

Aktiehandeln

Sveriges äldsta och viktigaste handelsplats för aktier är Stockholmsbörsen men det finns även andra handelsplatser för aktier. För att ett företag ska få notera sina aktier på Stockholmsbörsen måste företaget uppfylla vissa krav. För företag som inte kan uppfylla kraven som ställs för en börsnotering finns andra handelsplatser att tillgå, som Aktietorget och First North (Wilke 2010, ss. 54-59).

2. Metod

I detta kapitel framläggs de metoder som använts för att besvara frågeställningen som denna uppsats ämnar besvara.

Den samhällsvetenskapliga forskningen kännetecknas av att forskaren är en del av den verklighet som undersöks och detta medför med största sannolikhet att forskaren har förutfattade meningar om forskningsområdet. De förutfattade meningarna kan leda till att forskaren ställer sig partisk till vissa frågor. Den samhällsvetenskapliga forskningen lägger därför stor vikt på objektivitet. Med objektivitet menas att *”forskaren ska vara saklig, fördomsfri och opartisk, och inte subjektiv så att han låter sina egna uppfattningar och känslor dominera”* (Johannessen & Tufte 2003, s. 18).

2.1 Deduktiv ansats

I den deduktiva ansatsen utgår forskaren från teorier för att sedan testa teorierna i verkligheten ”empirin”. Den deduktiva forskningsprocessen kännetecknas av att forskaren utvecklar en hypotes utifrån redan fastställda teorier. En hypotes är ett rimligt påstående om ett fenomen. Efter att hypotesen utformats sker insamling av data. Datan hämtas från empirin genom bland annat intervjuer och enkätundersökningar. När forskaren samlat in all nödvändig data analyseras den och ett resultat framställs. Utifrån resultatet bekräftas eller förkastas hypotesen (Bryman & Bell 2005, s. 23).

Uppsatsens teoridel kommer att utgå från teorier om fem olika modeller, som används vid aktievärdering, för att sedan söka data i empirin genom en kvalitativ undersökning. Undersökningen kommer att ske genom semistrukturerade intervjuer. Empiridelen av uppsatsen kommer att grundas på intervjuer med personer som arbetar med aktier. Intervjuszvaren kommer att analyseras och en tolkning av svaren kommer att framföras i analysdelen av uppsatsen.

2.2 Kvalitativ forskning

Inom forskningen finns det två sätt för insamling av data; kvalitativa- och kvantitativa ansatser. Kvantitativa undersökningar präglas av en betoning på siffror och en beräkning av ett fenomen. Enkätundersökningar är ett exempel på en kvantitativ undersökning (Johannessen & Tufte 2003, s. 21). Utfallet i en kvantitativ undersökning kan framläggas i statistiska former och kan ses generalisera en population (Johannessen & Tufte 2003, s. 73).

Den kvalitativa undersökningen präglas mer av ord än den kvantitativa ansatsen som präglas mer av siffror. Exempel på kvalitativa undersökningar är olika former av intervjuer. Det finns många olika intervjuformer, från den öppna intervjun som sker i form av ett vanligt samtal utan förutbestämda frågor till den strukturerade intervjun där frågorna är formulerade i förväg (Johannessen & Tufte 2003, s. 97). En mellanform av dessa två intervjuformer är den semistrukturerade intervjun. I den semistrukturerade intervjun finns det inga förutbestämda frågor utan istället en intervjuguide. En intervjuguide består av en lista över ämnen och huvudsakliga frågor som ska tas upp under intervjun (Johannessen & Tufte 2003, s. 98). De frågor och ämnen som intervjuguiden består av formuleras i syfte att besvara frågeställningen som uppsatsen ämnar svara på (Bryman & Bell 2005, s. 369). Den kvalitativa ansatsen passar bra när syftet är att få en mer utförlig beskrivning av ett fenomen (Johannessen & Tufte 2003, s. 21).

Den kvalitativa dataanalysen präglas av ett tolkande perspektiv, intervju svaren tolkas av forskaren. Då en kvalitativ undersökning inte kräver ett så stort urval av respondenter hävdas det att den kvalitativa ansatsen är mer flexibel. En annan faktor som anses göra den kvalitativa undersökningen mer flexibel är forskarens möjlighet att styra datainsamlingen under arbetets gång (Johannessen & Tufte 2003, ss 71-72) .

I denna uppsats kommer en kvalitativ ansats att användas och semistrukturerade intervjuer kommer att genomföras. Vi har valt detta angreppssätt då vi önskar få en bredare inblick och en djupare förståelse om aktievärderingsmodellernas användning i praktiken.

2.2.1 Urval

Insamling av respondenter har skett genom ett subjektivt urval och ett bekvämlighetsurval. Ett bekvämlighetsurval består av personer som finns tillgängliga för forskaren (Bryman & Bell 2005, s. 124). Subjektiva urval innebär att forskaren valt ut respondenter baserat på egna subjektiva bedömningar (Johannessen & Tufte 2003, s. 84). Denna urvalsprocess är vanligt förekommande då forskaren har en viss förkunskap inom ämnet.

Respondenterna har meddelats att intervjuerna helst sker personligen men med hänsyn till deras tidsschema har tillvägagångssättet för intervjuerna präglats av en hög flexibilitet. Tre av totalt fyra genomförda intervjuer har genomförts via mejlkontakt. Den fjärde intervjun har genomförts via telefon.

2.2.2 Utformning av intervjuformulär

Då flertalet av de genomförda intervjuerna i denna uppsats skett via mejl har ett intervjuformulär formulerats (se Bilaga 1). Intervjuformuläret har skickats ut till intervjupersonerna med tydliga instruktioner om var svarsalternativen ska anges. Formuleringen av frågorna till intervjuformuläret har skett genom återkoppling till uppsatsförfattarnas handledare. Vidare har frågorna formulerats utifrån uppsatsens frågeställning och till vad som bör besvaras i intervjuerna för att kunna besvara frågeställningen (Bryman & Bell 2005, s. 369). En anvisning har givits till intervjupersonerna om att de bör ge utförliga svar på frågorna i intervjuformuläret. Anvisningen har givits eftersom intervjuerna syftar till att ge utförliga och fylliga beskrivningar av aktievärdering (Bryman & Bell 2005, s. 361). Intervjufrågorna har formulerats på sådant sätt att respondenternas egna uppfattningar och synsätt angående aktievärderingsmodeller kommit fram.

Frågorna har delats upp i tre grupper för att få en bättre översikt samt för att underlätta analysarbetet. Frågorna i grupp ett har utformats för att få en allmän information om respondenterna, deras yrkesbakgrund och huvudsakliga arbetsuppgifter. Frågorna i grupp två avser respondenternas synpunkter på aktievärderingsmodellernas användbarhet och tillförlitlighet. För att få en översiktlig bild av modellernas användbarhet kommer frågor som berör modellernas interna delar att ställas. Den explicita prognosperioden är en signifikant del av

kassaflödesvärdering och därför kommer det att ställas en fråga om hur många år som bör ingå i den explicita prognosperioden. Frågorna i den sista gruppen är av en mer allmän karaktär och ämnar till att ge läsaren en översiktlig bild om aktievärdering. För att få en översiktlig bild över aktievärderingsmodellernas användbarhet har uppsatsförfattarna frågat om respondenterna använder sig av olika modeller beroende på konjunktur och/ eller bransch. En fråga har ställts om vilka problem som kan uppstå vid värdering av aktier då uppsatsförfattarna anser att frågan kan återkopplas till modellernas tillförlitlighet.

2.2.3 Dataanalys

Den intervju som har genomförts via telefon har spelats in och intervjusvaren har skrivits ner. Detta tillvägagångssätt ämnar öka reliabiliteten i uppsatsen, då inspelningen gör det möjligt för forskaren att upprepade gånger lyssna till intervjusvaren och därmed eliminera felaktiga tolkningar av intervjusvaren (Bryman & Bell 2005, s. 374). Resterande intervjuer har genomförts elektroniskt där respondenterna själva skrivit ner sina svar i frågeformuläret och returnerat formuläret till uppsatsförfattarna.

En analys av meningsinnehållet i intervjusvaren kommer att genomföras. En sådan analys innehåller fyra grundläggande steg. Analysarbetet initieras med att hela materialet läses igenom för att få ett helhetsintryck av datamaterialet. Det andra steget går ut på att hitta delar som är relevanta för att besvara uppsatsens frågeställningar. De olika delarna namnges med kodord som anger vilken typ av information textdelen avser (Johannessen & Tufte 2003, ss 109-114). I det tredje steget plockas de kodade textavsnitten ut och grupperas in i olika kategorier. Det fjärde och sista steget sätter ihop kategorierna och en sammanfattning av datamaterialet kan åstadkommas (Johannessen & Tufte 2003, ss 114-115).

2.3 Insamling av primärdata

Primärdata representerar data som forskaren utrönt direkt från källan. Exempel på primärdata är intervjuer och enkätundersökningar som forskaren själv utfört. Empirin i denna uppsats kommer till stor del att bestå av primär data. Empirin samlas genom en kvalitativ undersökning i form av intervjuer.

2.4 Insamling av sekundärdata

Sekundärdata utgör data om verkligheten som inte har utrönts direkt från källan. Sekundärdata är data som redan finns tillgänglig för forskaren att använda, exempelvis böcker, tidigare forskning och undersökningar (Bryman & Bell 2005, ss 230-231). Teoridelen av denna uppsats kommer att bestå av sekundärdata. Teorin baseras på tillgänglig kurslitteratur inom ämnet finansiering samt annan litteratur som anses vara relevant för ämnet. Tidigare uppsatser som skrivits om ämnet kommer även att användas.

2.5 Validitet

Termen validitet beskriver hur väl den data som använts representerar det fenomen som studerats (Johannessen & Tuft 2003, s. 47). Validiteten i denna uppsats anses vara hög. Uppgifter om aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet och användbarhet har hämtats från personer som arbetar med värdering av aktier och dessa personer anses därmed representera fenomenet väl.

2.6 Reliabilitet

Termen reliabilitet beskriver hur trovärdig den data som använts i studien är. Faktorer som kan påverka reliabiliteten av datan är hur forskaren samlat in informationen och analyserat den (Johannessen & Tuft 2003, s. 28). Den primära data som använts i denna uppsats är av hög reliabilitet då informationen kunnat erhållas direkt från källan genom intervjuer. Då det är uppsatsförfattarna som utformat frågorna och tolkat svaren sänks reliabiliteten. Genom utformningen av frågorna har uppsatsförfattarna själva bestämt vad som bör undersökas och vad som är relevant. Tolkningen av svaren kan till viss del spegla uppsatsförfattarnas förutfattade meningar om ämnet och därmed sänks reliabiliteten i uppsatsen.

3. Teori

I detta kapitel kommer det ges en utförlig beskrivning av fyra aktievärderingsmodeller; kassaflödesvärdering, Gordons modell, relativvärdering i form av P/E-tal och teknisk analys. Vidare ges en utförlig beskrivning av CAPM, en modell som används för att uppskatta aktieägarnas avkastningskrav.

3.1 Fundamental analys

Den fundamentala aktieanalysen baseras på företagets verksamhet. Med företagets verksamhet och marknadsposition som underlag görs en uppskattning av utvecklingen av företagets aktiekurs och vinst. Fundamentala analyser baseras på företagets egen information, exempelvis årsredovisningar, kvartalsrapporter och utdelningshistorik (Hägg 1989, s. 13). Nedan kommer flera värderingsmodeller som ingår i den fundamentala analysen att beskrivas.

3.1.1 Kassaflödesvärdering

I denna modell värderas företaget genom en nuvärdesberäkning av företagets framtida kassaflöden (Hoover 2005, s. 329). Modellen är en intern modell då den undersöker kassaflöden inom själva företaget och inte bara de kassaflöden som betalas ut till investerare. Vidare är modellen en absolut värderingsmodell, med detta menas att modellen ämnar beräkna själva aktievärdet och inte huruvida aktien är ett bättre eller sämre köp än andra aktier (relativvärdering) (Hoover 2005, ss 330-331).

Föregångaren till kassaflödesvärdering är Shareholder value- rörelsen. Rörelsen utvecklades av den amerikanske professorn A. Rappaport år 1979 då han presenterade ett flertal artiklar med utgångspunkten att ett företags värde bäst bedöms genom företagets kassaflöden och inte genom klassiska redovisningsmått. Rappaports teorier var en vidareutveckling av Franco Modiglianis och Merton Millers forskning som handlade om nuvärdesmetoden och dess innebörd på investeringskalkylering och aktievärdering (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 228).

Shareholder value- rörelsens främsta tankesätt är att ett företag bör drivas i aktieägarnas intressen (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 228). Det mest tillförlitliga

tillvägagångssättet att mäta aktieägarvärdet är enligt rörelsen att upprätta en *Free cash flow- modell*. Denna modell utvecklades av A. Rappaport år 1986 och används idag av många olika konsultföretag om än i en omarbetad form (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 231). Shareholder value- rörelsen etablerades i Sverige under 1990-talet i samband med globaliseringen och avregleringen av ekonomin (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 230).

3.1.1.1 De två tillvägagångssätten för kassaflödesvärdering

Flera varianter av kassaflödesvärdering förekommer i praktiken men den huvudsakliga inriktningen är att företagets framtida kassaflöden diskonteras och ligger till grund för företagsvärderingen. Kassaflödesvärderingsmodellen har två huvudsakliga inriktningar (Hoover 2005, s. 331). Den ena inriktningen förutspår företagets alla kassaflöden förutom de som rör företagets finansiering (utdelning, räntekostnader, skatteeffekter och så vidare) och diskonterar sedan dessa ”fria” kassaflöden med hjälp av företagets genomsnittligt vägda kapitalkostnad (WACC). Denna inriktning är den vanligast förekommande (Hoover 2005, ss 331-332). Den andra inriktningen förutspår alla kassaflöden förutom dem som berör företagets vanliga aktier (vanliga aktieutdelningar) och diskonteringen görs med företagets kostnad för eget kapital. Dessa två inriktningar ska ge ett likvärdigt slutresultat men på grund av svårigheten att uppskatta aktieutdelningar, framtida skulder och räntenivåer används fria kassaflöden (Hoover 2005, ss 332-334). Nedan kommer den vanligaste förekommande inriktningen att behandlas och en förenklad presentation av hur en kassaflödesvärdering kan gå till i praktiken kommer att framföras.

Formeln som används vid kassaflödesvärdering eller Discounted cash flow (DCF), ser ut som följande;

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{(FCF_{n+1}/WACC - g_n)}{(1+WACC)^n}$$

där:

V_0 = företagets värde idag

FCF= företagets fria kassaflöden

WACC = företagets medelkostnad för kapital

g_n = normala och stabila tillväxttakten

Värderingsarbetet påbörjas genom att med hjälp av tidigare erfarenheter och framtida bedömningar förutspå företagets fria kassaflöden för de närmast kommande åren, den så kallade prognosperioden (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 232). Detta kallas att förutspå företagets tillväxttakt ("g" growth).

Det finns många åsikter om vad valet av prognosperioden bör grundas på. Vissa hävdar att valet bör grundas på tillförlitligheten i framtidsprognosen, medan andra hävdar att man bör prognostisera fram tills företaget har nått ett visst långsiktigt jämviktstillstånd. Ett sådant jämviktstillstånd uppnås när företagets tillväxt ligger på en stabil (normal) nivå och beräknas göra det i en lång tid framöver (eller i all framtid) (Hoover 2005, s. 337).

Det fria kassaflödet representerar det kapital som finns tillgängligt för företagets fordringsägare (aktieägare, lånegivare) efter att alla övriga betalningar har gjorts (Gitman 2006, s. 101). Det fria kassaflödet utgör företagets resultat efter skatt (NOPLAT) minus nettoinvesteringar (exempelvis investeringar i nya maskiner) (Bengtsson & Skärvad 2001, 2. 232).

När de fria kassaflödena för prognosperioden har uppskattats diskonteras dessa med hjälp av företagets medelkostnad för kapital (Weighted average cost of capital "WACC") och nuvärdet (värdet idag) av prognosperiodens kassaflöden fås fram (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 232).

Efter prognosperiodens slut beräknas terminalvärdet, vilket utgör företagets samtliga kassaflöden från prognosperiodens slut i all evighet. Terminalvärdet beräknas genom Gordons modell, en modell som förutsätter en evig och konstant tillväxttakt (se avsnitt 3.1.2). Terminalvärdet är värdet på det fria kassaflödet året efter att prognosperioden tagit slut, alltså det första året med den stabila och konstanta tillväxttakten (normalt runt tre procent), dividerat på företagets medelkostnad för kapital minus den stabila tillväxttakten (Hoover 2005, s. 344-345) Terminalvärdet omvandlas till dess motsvarande värde idag (nuvärde) och terminalvärdets nuvärde tillsammans med nuvärdet på prognosperiodens kassaflöden utgör företagets totala värde. Genom att subtrahera marknadsvärdet på företagets skulder fås värdet på företagets aktier fram. Detta värde divideras med antalet utställda aktier i företaget

och en värdering av företagets aktie har därmed utförts (Bengtsson & Skärvad 2001, ss 232-233) .

3.1.1.2 EVA -modellen (Economic value added), ett alternativ till kassaflödesvärdering

EVA-modellen är ett alternativ till kassaflödesvärdering och värdet på aktien ska bli identisk oavsett vilken av modellerna som brukats (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 235). Grundberäkningarna i båda modellerna sker på samma sätt men istället för att beräkna nuvärdet på fria kassaflöden beräknas nuvärdet i EVA-modellen på företagets värdetillväxt (economic value added). EVA-modellen beskriver skillnaden mellan den ekonomiska avkastningen som företaget skapar och företagets kostnad för kapital (Bengtsson & Skärvad 2001, s. 231). Formeln som används vid EVA-värdering ser ut som följande:

$$\text{EVA} = \text{totalt kapital} * (\text{räntabilitet på totalt kapital} - \text{genomsnittlig kapitalkostnad "WACC"})$$

Utläsningen av det totala kapitalet sker genom att studera företagets balansräkning. Startkapitalet justeras sedan genom att lägga till eventuella immateriella värden. Nuvärdet av prognostidens samtliga EVA-värderingar, terminalvärdets nuvärde och startkapitalet utgör företagets totala värde enligt EVA-modellen. För att få fram värdet på företagets aktier subtraheras marknadsvärdet på företagets skulder (Bengtsson & Skärvad 2001, ss 231-235).

3.1.2 Gordons modell

Det finns flera aktievärderingsmodeller som är utdelningsbaserade men den vanligaste är Gordons modell. I denna modell utgör aktiens värde nuvärdet av företagets kommande utdelningar till aktieägarna. Gordons modell kan därmed liknas med kassaflödes- och EVA-värdering då samtliga modeller baserar aktievärdet på nuvärdet av olika aktie- eller företagskomponenter. Gordons modell förutsätter en konstant tillväxttakt under ett långt tidsperspektiv och en matematisk förutsättning för att modellen ska kunna utföras är att tillväxten (g) är mindre än investerarnas avkastningskrav (r) (Damodaran 1994, ss 98-99).

Formeln som används vid Gordons modell ser ut som följande;

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g}$$

där:

P_0 = aktiens värde idag

D_1 = aktieutdelningen om ett år

r = investerarnas avkastningskrav

g = utdelningstillväxt

I Gordons modell prognostiseras företagets framtida aktieutdelningar, baserat på en uppskattad tillväxttakt (g) av företagets utdelningar och vinster (Damodaran 1994, s. 98-99). Uppskattningen av företagets tillväxttakt är en aspekt i modellen som kan leda till komplikationer. Det är svårt om inte närapå osannolikt att anta att ett företag ska växa med en konstant tillväxttakt i all oändlighet. Dessutom kan inte ett företags uppskattade tillväxttakt vara högre än ekonomins tillväxttakt under en längre tidsperiod, då detta skulle leda till att företaget till slut skulle vara större än den ekonomi där företaget är verksamt (Damodaran 1994, s. 100). Avkastningskravet (r) baseras på aktiens risknivå (Betavärdet, se avsnitt om CAPM) men huvudregeln är att ju högre risk aktien har desto högre är avkastningskravet.

Gordons modell anses vara bäst lämpad för företag med en stabil tillväxttakt som ligger under ekonomins tillväxttakt, samt för företag med en väletablerad utdelningspolitik (Damodaran 1994, s. 103).

Som nämnts ovan är det osannolikt att anta att ett företag ska växa med en konstant tillväxttakt i all evighet. Av den anledningen finns det modeller som beräknar en akties värde utifrån flera olika tillväxttakter.

För många börsnoterade företag förväntas företagets tillväxttakt variera beroende på företagets situation på marknaden. Det finns tre tillväxtfaser för ett företag. Företag som befinner sig i den första fasen "tillväxtfasen" innehar höga vinstmarginaler och en hög tillväxttakt (Stowe et al. 2002, s. 71). Den nästkommande fasen karakteriseras av en övergång till en lägre vinststillväxt. I den slutgiltiga fasen uppnår företaget ett visst jämviktstillstånd där avkastningen på det egna kapitalet börjar närma sig

kostnaden för det egna kapitalet. Vinsttillväxten och andra företagskomponenter stabiliseras och förväntas ligga på en konstant nivå under en lång tid framöver (Stowe et al. 2002, s. 72).

Two-stage dividend model är en utdelningsbaserad modell som förutsätter två tillväxttakter för företaget. Den första höga tillväxttakten beräknas pågå under en begränsad tidsperiod medan den andra tillväxttakten antas pågå i all framtid. I modellen beräknas nuvärdet för företagets utdelningar utifrån den första tillväxttakten, sedan beräknas terminalvärdet med hjälp av Gordons modell. Terminalvärdet omvandlas till dess värde idag (nuvärde). Nuvärdet för de första utdelningarna samt terminalvärdets nuvärde utgör aktievärdet (Stowe et al. 2002, ss 72-74). Formeln ser ut som följande:

$$P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 * (1 + g_1)^t}{(1 + r)^t} + \frac{D_T * (1 + g_2)}{(r - g_2) * (1 + r)^T}$$

där:

P_0 = aktiens värde idag

D = aktieutdelningen

r = investerarnas avkastningskrav

g_1 = första utdelningstillväxten

g_2 = andra utdelningstillväxten

T = tid

Gordons modell samt modellen med två tillväxttakter kan även uttryckas i vinsttermer, där utdelningarna i modellerna ersätts med en vinstbaserad term (Francis & Taylor 2000, s. 191). Den vinstbaserade termen utgör bara ett annat sätt för att uttrycka utdelning per aktie, då vinst per aktie (EPS) multiplicerat med utdelningsandelen utgör utdelningen per aktie (Francis & Taylor 2000, s. 191).

Formeln ser ut som följande:

$$P_0 = \frac{EPS_1(1-b)}{r-g}$$

där:

EPS_1 = vinst per aktie år ett

b = vinstmedel som behålls inom företaget

$(1 - b)$ = utdelningsandelen

r = aktieägarnas avkastningskrav

g = tillväxttakten

Förutsatt att beräkningarna är korrekt utförda ska en aktievärdering utförd med Gordons modell eller kassaflödesvärdering ge ett likvärdigt resultat (Bertilsson 2011).

3.2 Relativvärdering

Relativvärdering är ett sätt att hitta aktiemarknadens investeringsmöjligheter med hjälp av nyckeltal. Relativvärdering ger en inblick i aktiemarknaden och påvisar om en aktie är under- eller övervärderad. Metoden bygger på att jämföra ett företags nyckeltal med andra motsvarande företag på marknaden. Modellen talar om hur ett företag är värderat jämfört med konkurrerande företag och inte om företaget är värderat på rätt sätt. De nyckeltal som ofta förekommer vid relativvärdering är P/E-tal, P/S-tal och price to book value. I denna uppsats kommer det att fokuseras på P/E-talet. Innebörden av P/E-talet kommer att beskrivas utförligt under nästa avsnitt.

3.2.1 P/E-talsmodellen

Som nämnt ovan är P/E-talet ett vanligt nyckeltal för att använda vid beskrivning av hur ett företag är värderat (Sveriges Finansanalytikers Förening (SFF) 2006, s. 41). P/E-talet eller vinstmultipeln som den också kallas används för att beräkna hur lång tid det tar innan en placerare får tillbaka sitt investerade kapital vid köp av en aktie (Hillier et al. 2010, s. 60). Ett företags P/E-tal beror på företagets framtida resultat samt risken som är relaterad till företagets resultat. Ett högt P/E-tal kan ange att marknaden tror att företaget har möjlighet till tillväxt i framtiden och detta förklarar varför investerare är beredda att betala ett högt pris trots låga vinster (Greve 2003, s. 54) (Hillier et al. 2010, s. 60). Ett högt P/E-tal kan också innebära att det rör sig om en säker placering (marknaden värdesätter låg risk)(Greve 2010, s.54). Beräkningen av P/E-talet gör det möjligt att jämföra relationen mellan aktiekursen och vinst per aktie för olika företag (SFF 2006, s. 43). Aktievärdering med hjälp av P/E-talet definieras genom att dividera nuvarande aktiekursen med företagets vinst per aktie på årsbasis (Hägg 1989, s. 31).

Formeln för att räkna ut P/E-talet ser ut på följande sätt:

$$P/E = \frac{\text{aktiepris}}{\text{vinst}}$$

I praktiken används P/E-talet för att avgöra om aktien är över- eller undervärderad, genom att jämföra aktiens P/E-tal med det genomsnittliga P/E-talet för börsen (Hägg 1989, s.83). Företag som har ett högre P/E-tal än den förväntade tillväxten anses vara undervärderad. Problem som kan uppstå vid användning av P/E-talet är hur man tolkar resultatet. En felaktig tolkning av resultatet kan ske då företagets förväntade tillväxt inte beaktas i modellen (Hägg 1989, s.84).

3.3 Teknisk analys

Teknisk analys avser värdering baserat på aktiekursens mönster, trender och dess tidigare kursutveckling (Hansson 2005, s. 50). Den tekniska analysen syftar till att förutspå framtida fluktuationer av en aktie med hjälp av historiska kursförändringar och utvecklingar (Wilke 2010, s. 67). Teorin bygger på en tro om att historien upprepar sig och används sedan för att förutspå kursförändringar. Genom att studera tidigare förändringar och trender i en aktiekurs utvecklas ett mönster och det är detta mönster som sedan ligger till grund för den tekniska analysen (Hägg 1989, s. 35). Då den tekniska analysen använder sig av trender och mönster som hjälpmedel kan det uppstå ett trendbrott. Ett trendbrott sker då en aktiekurs bryter sitt normala mönster (Hägg 1989, s. 37). Man ska då sälja när aktiekursen har nått sitt maximum och köpa när aktiekursen har nått sin lägsta nivå (Hägg 1989, s. 35). Aktieanalytiker som använder sig av den tekniska analysen menar att själva aktiekursen innefattar all information som krävs för att förutse en akties rörelser (Wilke 2010, s. 67).

En studie utförd av E. Dimson, P. Mark och M. Staunton år 2010 (The Economist 2011) har visat att de aktier som utvecklats bäst under det senaste året, fortsätter att utvecklas positivt och ger en högre avkastning i motsats till de aktier som utvecklats sämst under det senaste året. Att aktier som under ett kortsiktigt tidsperspektiv utvecklats bra fortsätter att göra det, kallas ”momentum effekten”. Momentum effekten förespråkar teknisk analys, då aktiekursens tidigare utveckling förutspår aktiens framtida rörelser, i motsats till den *effektiva marknadshypotesen* som i sin

starkaste form hävdar att historiska prisförändringar inte ger någon anvisning om framtida priser (The Economist 2011).

3.4 Portföljteorin

Harry M. Markowitz utvecklade sin portföljteori i mitten av 1950-talet. Portföljteorin var den första modellen inom området kvantitativ analys och hade stor betydelse inom finansvärlden. Modellen används som en investeringsmodell och anger hur en investerare kan fatta ett rationellt beslut och hur en investerare kan ta hjälp av diversifiering för att optimera sin portfölj. En investerare förväntar högre avkastning vid en högre risk.

Portföljteorin anses som bästa sättet att kombinera olika risknivåer vid investering samt att man genom portföljteorin minimerar risknivåer (Markowitz 1952).

Portföljteorin förenklades och vidareutvecklades av William Sharpe, John Lintner och Jan Mossin oberoende av varandra till den så kallade Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Sharpe 1964). År 1966 framställde Jan Mossin en mer detaljerad variant av CAPM- modellen (Mossin 1966).

3.4.1 Capital Asset Pricing Model

Capital Asset Pricing Model (CAPM) används som en jämviktsmodell på lång sikt och beskriver relationen mellan den systematiska risken och den förväntade procentuella avkastningen. CAPM används för att få fram aktieägarnas avkastningskrav i en tillgång med en given risk. Den beräknade avkastningen är vad en investerare förväntas tjäna på tillgången under en viss period. Marknadens riskpremie (Marknadens avkastningskrav(R_M) – Riskfria räntan (R_F)) är konstant och gäller för samtliga aktier på marknaden. Vid beräkningen av CAPM tas det hänsyn till den riskfria räntan för att utjämna investerarnas risk vid investering i tillgångar. Forskning har visat att bästa måttet för bedömning av risk för ett enskilt värdepapper i en stor portfölj är betan av värdepappret (Hillier et al. 2010, s. 279). Betavärdet beskriver den systematiska risken hos aktiens avkastning och används som ett lämpligt mått för att ange risken i en stor, diversifierad portföljinvestering (Hillier et al. 2010, ss 282-284). Betavärdet som kan beräknas med hjälp av historiska värden anger i vilken grad avkastningen på aktien följer den finansiella marknaden (Hägg

1989, s. 41). Värdepapper med höga betavärden har högre förväntad avkastning än värdepapper med låga betavärden (Hillier et al. 2010, ss 282-284). Formeln för att räkna ut betavärdet ser ut som följande:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

där :

$Cov(r_i, r_m)$ = tillgången s samvariation med marknadsportföljen

$\sigma^2(r_m)$ = variansen i marknadsportföljens avkastning

CAPM modellen anger att den förväntade avkastningen är linjärt relaterad till dess beta eftersom den genomsnittliga avkastningen på marknaden är högre än den genomsnittliga riskfria räntan långsiktigt (Hillier et al. 2010, s. 282). Det linjära sambandet visar att det inte är möjligt att öka avkastningen utan att risken också ökar (Hillier et al. 2010, s. 283). Det linjära sambandet visas nedan i figur 1 och kallas för Security Market Line (SML). Linjen visar relationen mellan den förväntade avkastningen på ett individuellt värdepapper och risken räknat i β (Beta). SML gör det möjligt att jämföra den förväntade avkastningen och risken av en investering i förhållande till marknaden som helhet (Hillier et al. 2010, s. 283).

CAPM förutsätter att avkastningen på marknaden (R_M) minus den riskfria räntan (R_F) är positivt (Hillier et al. 2010, s. 282). Relationen mellan den förväntade avkastningen och den systematiska risken (beta) kan enligt CAPM räknas ut enligt följande formel:

$$R = R_M + (R_M - R_F) * \beta$$

där:

R = aktieägarnas förväntad avkastning

R_M = marknadens avkastningskrav

R_F = den riskfria räntan

β = betavärdet (systematisk risk)

3.5 Tidigare forskning

I sin magisteruppsats från 2001 undersökte Eric André, Maria Nordin och Christian Smaragdis i vilken utsträckning olika aktievärderingsmodeller används av svenska finansanalytiker samt modellernas tillämplighet och tillförlitlighet. De ville även undersöka i vilken utsträckning finansanalytiker påverkas av andras analyser och prognoser. De använde sig av ett kvantitativt angreppssätt där de skickade ut enkäter till finansanalytiker i Sverige.

Resultatet som de kom fram till var att den aktievärderingsmodell som används i störst utsträckning av svenska finansanalytiker är kassaflödesvärdering. De fann att kassaflödesvärderingen anses mest tillämplig vid aktievärdering. Modellen som följer efter är relativvärdering och P/E-talsvärdering, vilka också används i stor utsträckning. Vidare visade resultatet att substansvärdering, Gordons modell och betavärdet används av finansanalytiker men inte i lika stor utsträckning.

Uppsatsförfattarna fann att den aktievärderingsmodell som användes minst var den tekniska analysen. Då de i sin undersökning har jämfört sina resultat med tidigare uppsatser om ämnet har de kunnat dra slutsatsen att användandet av kassaflödesvärdering har ökat markant sedan 1992 medan P/E-talsvärdering har minskat i användning.

Vad avser tillförlitligheten av aktievärderingsmodellerna har de dragit slutsatsen om att kassaflödesvärderingen är den mest tillförlitliga modellen vid värdering av aktier. Efter kassaflödesvärdering är relativvärdering och P/E-talsvärdering de modeller som

anses ha störst tillförlitlighet. Resultatet har också visat att de analytiker som använder dessa tre modeller i stor utsträckning tenderar att sätta lägre värde på tillförlitligheten. Undersökningen visar att tillförlitligheten i Gordons modell anses vara låg, betavärdet anses vara ännu mindre tillförlitlig och teknisk analys är den modell som anses minst tillförlitlig enligt finansanalytikerna.

Uppsatsförfattarna har slutligen konstaterat att oerfarna finansanalytiker sätter ett högre värde på andras prognoser och analyser. Finansanalytiker med liten erfarenhet har en tendens att bli påverkade av andras prognoser och analyser och är mer benägna att följa strömmen.

4. Empiri

I detta kapitel kommer de fyra intervjuer som ligger till grund för den empiriska delen av uppsatsen att presenteras. Frågorna som ställts till respondenterna återfinns i intervjuformuläret (se Bilaga 1).

4.1 Intervju med Lars Frick

Elektronisk intervju med Lars Frick som arbetar på Avanza Bank som aktieanalytiker och redaktör. Avanza Bank är en bank för aktieaffärer och fondbyten. Avanza Banks största fokus för analyser är småbolagsanalys (Avanza Bank).

Lars Frick är utbildad ekonom och arbetar som aktieanalytiker och redaktör på Avanza Bank. Han har arbetat med aktievärdering sedan 1999. I nuläget består hans huvudsakliga arbetsuppgifter av småbolagsanalys samt samordning och utvärdering av tidningen Börsveckans analyser. Analyseringen som han arbetar med är inte uppdelad enligt bransch såsom traditionell aktieanalys på investmentbankerna. Anledningen till att Lars gör en aktievärdering är för att erbjuda en oberoende aktieanalys. Vidare är han övertygad om att konsensus på börsen bidrar till att skapa transparens och en mer välfungerande andrahandsmarknad för aktier.

De huvudsakliga metoder som Lars tillämpar vid aktievärdering är en kombination av nuvärdesberäkningar i någon form samt relativvärdering med hjälp av P/E-tal. Han använder sig av nyckeltal i tidsserier och ser hur ett bolags aktuella värdering står sig i relation till hur bolagets värderingar brukar se ut. Vidare påstår han att han använder sig mest av nuvärdesberäkningar som en *”reality check för att se om de är i rätt härad”*. Hans bedömning är att alla som arbetar med aktieanalys har en ganska omfattande verktygslåda och att man använder sig av de verktyg som passar bäst för en viss typ av bolag eller situation. Lars anser att metoderna som han tillämpar vid aktievärdering är ganska otillförlitliga för att prediktera framtida kursutveckling. Han menar att konsten ligger i att tolka data och att använda de mest relevanta siffrorna. Lars berättar; *”Att kunna räkna är ingen konkurrensfördel, för att alla kan räkna och använda sig av nuvärdesberäkningar och relativvärdering”*.

Vid tillämpning av nuvärdesberäkningar anser Lars att det fria kassaflödet (kassaflödesvärdering) är allmänt det mest relevanta måttet. Han menar att utdelningar som ett mått vid nuvärdesberäkningar blir mer aktuellt vid vissa typer av aktier. Den explicita prognosperioden varar fem till sju år innan terminalvärdet (continuing value) beräknas. Enligt Lars är detta den vanligaste tiden när man approximerar en konjunkturcykel. Lars använder inte historiska data för att förutsäga aktiekurstrenden.

För att uppskatta aktieägarnas avkastningskrav för olika aktier använder Lars CAPM. Han använder sig av betavärdet för att uppskatta en akties risk, främst för att det ingår i beräkningen av WACC. Men i övrigt tar han inte särskilt mycket hänsyn till betavärdet. Han ser mer fundamentalt på risk. Han använder sig av nyckeltal för att finna finansiell stabilitet och liknande. Vidare påstår han att betavärdet inte är så tillförlitligt som ett riskmått för aktier. Att det exempelvis händer att en aktie i långsiktig, enkelriktad trend får ett högt beta fast risken var låg.

Enligt Lars kan det uppstå diverse problem vid värdering av aktier. Han säger att framtiden per definition är osäker och att förutspå saker som ligger framåt i tiden är behäftat med osäkerhet. Allt kan hända från dåliga lån i USA till vulkanbrott. Det vanligaste är dock att man måste uppskatta risk korrekt och förutspå förändringar i tillväxt och lönsamhet. Lars anser att hans prognoser delvis påverkas av vad andra aktörer har prognostiserat ” Även om vi försöker stå emot är det svårt att ligga väldigt långt ifrån konsensus, då är det lätt att tro att man missat något. Men vi arbetar på att vara så oberoende som möjligt ”.

En aktievärderingsanalys görs max två gånger per år per bolag.

Investeringshorisonten/analysen om aktiens värde sträcker sig under ett år. På frågan om han använder sig av olika modeller beroende på konjunkturläge svarar han ”Nja, vi tar väl olika mycket hänsyn till konjunkturläge beroende på var i konjunkturen vi bedömer att vi är”. Vidare menar han att olika modeller används beroende på bransch. Det finns en del bolag eller vissa fall där man inte kan tillämpa kassaflödesvärdering (Discounted cash flow-model) som till exempel Biotech-branschen som har mer optionskaraktär. Vidare menar han att banker och bolag med stora skogs- eller fastighetsinnehav inte heller värderas med kassaflödesvärdering.

4.2 Intervju med Robert Gärtner

En telefonintervju har genomförts med Robert Gärtner som arbetar som aktieanalytiker på Handelsbanken Capital Markets. Handelsbanken Capital Markets inkluderar Handelsbankens investmentbanksverksamhet, kapitalförvaltning samt pension och försäkring (Handelsbanken).

Robert Gärtner har arbetat på Handelsbanken sedan 1998 och fram till 2003 arbetade han med bolagsanalys och ansvarade då för ett antal olika bolag. Från år 2003 och framåt har han arbetat med utbildning av aktieanalytiker i aktievärderingsfrågor och redovisningsfrågor, samt med utveckling av prognos- och värderingsmodeller som analytikerna arbetar med.

Roberts utbildningsbakgrund innefattar bland annat utbildningen Internationell ekonomi samt ett flertal kurser inom finansiering.

Skälen till en aktievärdering är enligt Robert att bilda en generell uppfattning om ett bolags värde för att sedan jämföra denna värdering med marknadens uppfattning av bolaget. Vid en aktievärdering utvecklas tillväxtprognoser med hjälp av dagens förhållanden samt uppskattningar om framtida förhållanden. Uppskattningarna om framtida förhållanden kan baseras på BNP, växelkurser och marknadssituation bland annat. En annan aspekt som bör utgöra ett underlag i tillväxtprognosen är hur pass konkurrenskraftigt bolaget anses vara, i form av produktinnovation och marknadsposition bland annat. Vidare utarbetas tillväxtprognosen med den mikroekonomiska teorin att det är svårt för ett enskilt bolag att under ett längre tidsperspektiv växa snabbare än marknaden.

Robert berättar att den explicita prognosperioden är cirka fem år och efter det görs en övergripande analys på hur vinstnivåer och tillväxttakter kommer att utvecklas under en tjugoårig period. Utifrån prognoserna fås ett vinstscenario för bolaget.

De två modeller som Robert använder vid aktievärdering är nuvärdesberäkningar av fria kassaflöden (kassaflödesvärdering) och relativvärderingar. För vissa specifika branscher så som bank- och försäkringsbranschen görs inte en nuvärdesberäkning av bolagets fria kassaflöden utan istället används en mer utdelningsbaserad modell. Valet av värderingsmodell varierar enligt Robert inte beroende på konjunkturläge

”men däremot är prognosmodellerna lite annorlunda beroende på konjunkturläge, man prognostiserar in eller modellerar in konjunkturer i sina prognoser”.

Hur ofta en aktievärdering utförs anser Robert är olika från analytiker till analytiker. Vanligtvis sätts en målkurs som bara delvis baseras på någon aktievärderingsmodell (kassaflödesvärdering eller relativvärdering). Sedan är det analytikerns uppfattning utifrån egen förmåga som bildar värderingen på vad aktien kommer att handlas till inom ett år. För att ta reda på vad aktien kommer att handlas för inom ett kortare perspektiv används teknisk analys.

Robert tror att många analytiker sneglar på vad andra har prognostiserat men att analytiker med egen integritet litar på sin egen analysförmåga.

Robert påpekar att det är viktigt att komma ihåg att den diskonterade kassaflödesberäkningen inte är någon *”kristallkula på något vis, utan det här använder vi för att bilda oss en uppfattning om var värdet i bolaget finns och vad som driver värdena”*. Vidare hävdar han att dessa uppfattningar kanske är mer viktiga än att komma fram till ett visst värde på aktien och jämföra detta med den aktuella aktiekursen. Robert anser att kassaflödesvärdering kan användas för att upptäcka vad aktievärdet är känsligt för. Detta görs genom att vissa av antagandena i modellen ändras för att sedan se hur det förändrar aktievärdet, detta kallas scenarioanalyser. Att det går att göra bra scenarioanalyser är det som Robert anser är tjusningen med kassaflödesvärdering.

Robert hävdar att alla bolag är felvärderade och att det inte finns någon modell som prickar in det faktiska värdet.

För att uppskatta aktieägarnas avkastningskrav använder sig Robert av en modifierad CAPM modell, där den riskfria räntan utgör basavkastningskravet. Robert använder sig inte av betavärdet för att uppskatta en akties risk eftersom han anser att beta inte är tillförlitligt i dess ursprungliga form. Som alternativ till betavärdet använder Robert ett volatilitetsbaserat mått.

4.3 Intervju med Respondent 1

Elektronisk intervju med en person som arbetar på en bank i Sverige. Denna person har bitt uppsatsförfattarna att avstå från att publicera dennes namn i uppsatsen och därför kommer intervjupersonen härmed betecknas som informanten eller respondenten.

En intervju har genomförts med en person som i sex års tid arbetat som finansiell rådgivare vid företagstransaktioner på en bank i Sverige. De olika företagstransaktionerna kan utgöra förvärv och avyttring av bolag samt börsintroduktioner.

Respondenten är en del av ett team som projektleder företagstransaktioner. Arbetet inför en sådan transaktion föregås av framtagande av informationsmaterial, beslutsunderlag och ett flertal analyser. En del av detta arbete omfattar värdering av företaget och dess aktier. De företagstransaktioner som respondenten arbetar med omfattar inte en viss typ av bransch.

Respondenten har en gedigen utbildningsbakgrund som bland annat innefattar en civilingenjörsexamen i industriell ekonomi.

Vid aktievärdering använder sig informanten främst av kassaflödesvärdering ”DCF-analys” och relativvärdering med hjälp av P/E tal. Metoden för kassaflödesvärdering anpassas många gånger till den specifika bransch där bolaget är aktivt. Branscher där en anpassning av modellen kan vara aktuell är bank- och försäkringsbranschen eftersom dessa branscher skiljer sig en del från andra branscher. Respondenten menar dock att värderingen fortfarande grundas på de kassaflöden som företaget förutspås generera. De olika värderingsansatserna utgör bara varianter av den ursprungliga modellen. Vidare menar respondenten att modellerna inte anpassas till aktuellt konjunkturläge.

Respondenten anser att modellernas tillförlitlighet är svårt att svara på.

Respondentens personliga uppfattning är att;

relativvärdering med hjälp av multiplar (dock inte nödvändigtvis, eller ens vanligen, P/E-tal), är den typ av värderingsansats som är vanligast och enklast att få gehör för. Detta är dock oerhört beroende på

omständigheterna i det aktuella fallet. Om bolaget exempelvis inte förväntas tjäna några pengar (genererar några positiva kassaflöden) i närtid, kan det vara mer ändamålsenligt med en DCF- analys (nuvärdesberäkning av kassaflöden).

Respondenten anger att prognosperioden för bolagets framtida kassaflöden (tillväxttakt och så vidare) sträcker sig fem år framåt i tiden ” *Svårt att ha någon välgrundad uppfattning om vad som händer mer än fem år framåt i tiden men detta kan vara olika från fall till fall.* ” Informanten använder sig inte av historiska data för att förutsäga aktiekurstrenden.

För att uppskatta aktieägarnas avkastningskrav använder sig respondenten vanligtvis av CAPM i dess renodlade form men ibland görs en variant av CAPM då ytterligare en faktor adderas till modellen. Då betavärdet är en del av CAPM använder respondenten sig av denna vid uträkningen av aktieägarnas avkastningskrav (CAPM). Informanten anser att det finns en viss relevans i att använda betavärdet men kan inte uttala sig om tillförlitligheten i värdet.

Informanten berättar att det finns mycket som kan gå snett vid en aktievärdering. Enligt respondenten är det speciellt utmanande att göra en värdering på ett bolag som inte tjänar några pengar idag men förväntas göra det i framtiden. En aspekt som kan leda till en felaktig värdering är då företagets prognostiserade kassaflöden och resultat inte infrias. Eftersom aktiens värde till stor del avgörs av företagets framtida kassaflöden leder de icke infriade prognoserna till en felaktig aktievärdering. Informanten menar dock att själva felet inte ligger i värderingen utan i de felaktigt prognostiserade kassaflödena.

4.4 Intervju med Respondent 2

En elektronisk intervju har genomförts med en person som arbetar som fondförvaltare på en bank i Sverige. Denna person har bitt uppsatsförfattarna att avstå från att publicera dennes namn i uppsatsen och därför kommer intervjupersonen härmed betecknas som informanten eller respondenten.

Respondentens huvudsakliga arbetsuppgifter innefattar förvaltning av tre publika aktiefonder med inriktning på Sverige och Norden samt andra förvaltningsuppdrag. Informanten har arbetat som fondförvaltare i 25 år. Informantens utbildningsbakgrund innefattar en gymnasieexamen i ekonomi som senare kompletterats med interna kurser.

Skälen till varför respondenten gör en aktievärdering är för att avgöra om en aktie som inte innehas är köpvärd. En värdering utförs även på de aktier som redan finns i portföljen för att avgöra om aktien bör säljas eller utökas. Respondentens fokus är att hitta bolag med bra vinsttillväxt för att sedan komponera en aktieportfölj med dessa aktier. Målet med aktieportföljen är att den ska ha en bättre vinsttillväxt än marknaden som helhet. De aktier som utgör portföljen är inte begränsade till en viss sektor.

De aktievärderingsmodeller som informanten använder sig av vid aktievärdering är en kombination av relativvärderingar i form av P/E-tal och nuvärdesberäkningar.

Respondenten skriver att under finanskrisen när företagen hade ansträngda balansräkningar gjordes nuvärdesberäkningarna till stor del med fria kassaflöden men att detta nu sker i mindre omfattning. P/E-talet är ett mått som respondenten anser vara viktigt. Vidare menar respondenten att teknisk analys har fått ett större inslag i förvaltningsarbetet under de senaste tio åren.

Prognosen om aktiens värde varierar beroende på bolagets verksamhet, menar informanten. För bolag med en stabil verksamhet, till exempel livsmedelsvaror, kan prognoserna gälla under en längre tidsperiod.

Respondenten anser att placerare under normala ekonomiska förhållanden sätter stor tilltro till alla värderingsmodeller men att det *”Vid kraftiga förändringar i utvecklingen förorsakade av krig, naturkatastrofer, finanskris eller terror, ställs allt*

på kant och inga modeller tycks gälla i det korta perspektivet. Då tar psykologin över helt”.

Respondenten tror att analytiker rent generellt kan påverkas av olika omvärldsfaktorer, även om analytikerna gör sina egna bedömningar individuellt. Omvärldsfaktorerna kan vara media, intresset från investerare samt vad andra framstående analytiker prognostiserat. Respondenten skriver att det finns många problem som kan uppstå vid värdering av aktier eftersom värderingen innebär en uppskattning av framtiden. För att uttrycka det i informantens egna ord; *”det enda man med säkerhet vet om framtiden är att det aldrig blir riktigt som man tänkt sig”.*

5. Analys

I detta kapitel presenteras en analys av intervju svaren för att sedan göra en återkoppling till uppsatsens syfte och utvalda teorierna. Vidare redovisas en jämförelse med tidigare forskning.

5.1 Användning av aktievärderingsmodeller

I detta avsnitt ska det redogöras för vilka huvudsakliga aktievärderingsmodeller som används av de fyra personer som intervjuats.

5.1.1 Kassaflödesvärdering

Samtliga respondenter har angett att de använder sig av kassaflödesvärdering när de värderar ett bolags aktier. Vid en kassaflödesvärdering beräknas nuvärdet på bolagets kommande kassaflöden. Nuvärdet av bolagets framtida kassaflöden minus skuldernas marknadsvärde, dividerat på antal aktier i bolaget utgör det enskilda aktievärdet.

Samtliga respondenter har även angett att de använder bolagets fria kassaflöden när de utför kassaflödesvärderingen. Det fria kassaflödet är kapitalet som finns tillgängligt för företagets fordringsägare (aktieägare, lånegivare) efter att alla övriga betalningar har gjorts.

Flertalet av respondenterna har angett att det för vissa branscher, så som bank- och försäkringsbranschen, inte är lämpligt att använda sig av det fria kassaflödet vid en kassaflödesvärdering. Robert Gärtner menar att det för dessa branscher är mer lämpligt att använda sig av utdelningsbara medel istället för det fria kassaflödet.

I kassaflödesvärderingen uppskattas bolagets kassaflöden för de närmast kommande åren, den så kallade prognosperioden. Efter prognosperioden anses bolagets tillväxt ligga på en stabil och konstant nivå och ett terminalvärde beräknas. Terminalvärdet beräknas med Gordons modell, en modell som förutsätter en konstant och evig tillväxttakt. Av de respondenter som har angett att de uppskattar prognosperioden och terminalvärdet anger samtliga att prognoshorisonten är cirka fem år.

I teoriavsnittet i denna uppsats redogjordes det för tidigare forskning utförd av tre studenter från Lunds universitet. Resultatet som forskningen visade var att den aktievärderingsmodell som används mest av svenska finansanalytiker är

kassaflödesvärdering. Detta resultat överensstämmer med det resultat som denna uppsats kommit fram till.

5.1.2 Gordons modell

Ingen av respondenterna har uttryckligen berättat att de använder sig av Gordons modell. I teoridelen har det angetts att Gordons modell är en betydande del av kassaflödesvärdering och därför kan en slutsats dras att de respondenter som använder kassaflödesvärdering även implicit använder Gordons modell.

5.1.3 Relativvärdering i form av P/E-tal

Relativvärdering är ett sätt att hitta aktiemarknadens investeringsmöjligheter med hjälp av nyckeltal. Nyckeltalet som ligger till grund för denna uppsats är P/E-talet. P/E-talet eller vinstmultipel som den också kallas används för att beräkna hur lång tid det tar innan en placerare får tillbaka sitt investerade kapital vid köp av en aktie.

Samtliga respondenter har angett att de använder sig av relativvärdering i form av P/E-tal vid värdering av aktier.

I en tidigare undersökning utförd av några studenter vid Lunds universitet (2001) visade resultatet att efter kassaflödesvärdering är relativvärdering och P/E-talsvärdering de modeller som används oftast. Detta resultat stämmer överens med intervjuvaren som erhöles i denna uppsats, där samtliga respondenter anger att de använder relativvärdering i form av P/E-tal.

5.1.4 Teknisk analys

Den tekniska analysen syftar till att förutspå framtida fluktuationer av en aktie med hjälp av historiska börskursförändringar och utvecklingar. Intervjuvaren visar att två av respondenterna använder sig av den tekniska analysen. Robert Gärtner menar att han använder teknisk analys för att ta reda på vad aktien kommer att handlas för inom ett kort tidsperspektiv. Respondent 2 anser att den tekniska analysen har fått ett större inslag i förvaltningsarbetet under de senaste tio åren.

Resterande respondenter anger att de aldrig gör någon ansats för att förutsäga aktiekurstrenden. Den tidigare forskningen utförd vid Lunds universitet (2001) visade att den aktievärderingsmodell som användes minst var den tekniska analysen. Vår undersökning visar att två av respondenterna använder modellen.

5.1.5 CAPM

Av de respondenter som svarat på frågan om hur de uppskattar aktieägarnas avkastningskrav anger samtliga att de använder CAPM modellen i någon form.

Betavärdet som används för att mäta aktiens risk används inte av alla respondenter.

Av de respondenter som använder sig av CAPM modellen anger två av respondenterna att de även använder sig av betavärdet men av olika skäl. Lars Frick menar att han använder sig av betavärdet för att uppskatta en akties risk men främst för att det ingår i beräkningen av WACC. Respondent 1 har angett att han använder betavärdet för att den ingår i uträkningen av CAPM. Robert Gärtner angav att han använder sig av CAPM modellen men i en modifierad form. Han använder inte betavärdet som ett riskmått.

Intervjuszvaren visar att två av respondenterna använder betavärdet. Detta överensstämmer med resultatet i den tidigare forskningen utförd vid Lunds universitet (2001) där de hade kommit fram till att betavärdet används av finansanalytiker men inte i en stor utsträckning.

5.1.6 Användning vid olika konjunkturlägen

På frågan om respondenterna använder olika modeller beroende på konjunkturlägen svarar respondenterna varierande. Två av respondenterna anger att de inte använder olika modeller beroende på konjunkturläge men att det aktuella konjunkturläget ändå påverkar värderingsarbetet, att prognoserna påverkas av konjunkturläge. Respondent 1 menar att han inte använder sig av olika modeller beroende på konjunkturläge. Respondent 2 anger att han anpassar användandet av värderingsmodell beroende på konjunkturläge.

5.2 Aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet

Respondenterna är eniga om tillförlitligheten av aktievärderingsmodellerna. Tre av respondenterna svarade att kassaflödesvärdering och relativvärdering i form av P/E-tal är delvis tillförlitliga eller har låg tillförlitlighet. Lars Frick menar att modellerna vid aktievärdering är ganska otillförlitliga för att förutspå framtida kursutvecklingar. Han menar att konsten ligger i att tolka data och att använda de mest relevanta siffrorna. Robert Gärtner hävdar att alla bolag är felvärderade och att det inte finns någon modell som prickar in det faktiska värdet.

Betavärdet anses inte vara tillförlitligt enligt respondenterna. Två av respondenterna menar att betavärdet har låg eller ingen tillförlitlighet. En av dessa två respondenter påstår att betavärdet inte är tillförlitligt som ett riskmått för aktier eftersom det kan förekomma att en aktie får ett högt beta fast risken är låg.

Respondenterna berättar att det finns otaliga problem som kan uppstå vid en aktievärdering. Aktievärdering innebär en uppskattning av framtiden. Respondenterna menar att framtiden per definition är osäker och att förutspå saker som ligger framåt i tiden är behäftat med osäkerhet. Respondent 2 hävdar att *”det enda man med säkerhet vet om framtiden är att det aldrig blir riktigt som man tänkt sig”*. De många problemen som respondenterna vittnar om kan ses spegla en bristande tillförlitlighet för aktievärderingsmodellerna.

Den tidigare forskningen utförd vid Lunds universitet (2001) visade att kassaflödesvärderingen är den mest tillförlitliga modellen vid värdering av aktier och därefter följer P/E-talet. Vidare har forskningen visat att den tekniska analysen och betavärdet hade lägre tillförlitlighet. Då frågorna angående aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet i denna uppsats utformats på ett signifikant skilt sätt än i den tidigare forskningen kan inte några jämförelser göras. Dock kan det noteras att betavärdet i denna uppsats i likhet med den tidigare forskningen anses ha en låg tillförlitlighet.

6. Slutsats

I detta kapitel ska en sammanfattning av uppsatsens övergripande resultat presenteras. Frågeställningen som uppsatsen ämnat besvara kommer att besvaras. Vidare ska uppsatsförfattarnas egna tolkningar av analysen framföras.

Frågeställningen som präglat denna uppsats och som nu ska besvaras är:

Vilka huvudsakliga modeller används vid aktievärdering och hur tillförlitliga anses de vara enligt fyra aktörer på den svenska finansmarknaden?

Uppsatsförfattarna har funnit att de huvudsakliga aktievärderingsmodeller som används är kassaflödesvärdering och relativvärdering i form av P/E tal. Den tekniska analysen är den modell som används minst. För att beräkna aktieägarnas avkastningskrav använder flertalet av de tillfrågade respondenterna CAPM modellen i en renodlad eller modifierad form. Betavärdet som ingår i beräkningen av den ursprungliga CAPM modellen används av hälften av respondenterna.

Undersökningen har visat att aktievärderingsmodellernas tillförlitlighet i många avseenden är bristande. Flera av respondenterna menar att värderingsmodellerna endast utgör ett verktyg i en aktievärderingsprocess. Hur stor hänsyn som sedan tas till de siffror som uträknats och vilka siffror som ska tas med i bedömningen av aktiens värde avgörs sedan till stor del av den enskilde analytikern.

Uppsatsförfattarnas tolkning är att det inte räcker att endast utgå från aktievärderingsmodeller utan att det finns flera faktorer som ska vägas in vid värdering av aktier.

Aktievärdering handlar många gånger om att uppskatta ett bolags framtida utveckling och därmed förutspå faktorer som kan påverka företagens utveckling. Faktorerna kan vara allt från börsras till naturkatastrofer. Då framtiden är förknippad med osäkerhet tolkar uppsatsförfattarna det som att aktievärderingsmodeller i detta avseende har en bristande tillförlitlighet.

7. Egna reflektioner

I detta kapitel presenteras uppsatsförfattarnas egna reflektioner om uppsatsens resultat och tillvägagångssätt. Vidare ska uppsatsförfattarna ge förslag på framtida forskning.

Vi har i denna uppsats kommit fram till att de flesta aktievärderingsmodeller som vi har läst om under vår utbildning på Södertörns högskola används i praktiken. Vår uppfattning innan studien påbörjades var att de modeller som vi läst om delvis skulle användas i praktiken men att användningen skulle skilja sig markant från teorin. Ett resultat studien har påvisat är att kassaflödesvärdering och relativvärdering i form av P/E-tal används av alla respondenter som deltagit i undersökningen. Vidare har vi kommit fram till att respondenterna sätter en viss tilltro till modellerna.

Vi har under studiens gång erhållit en ökad förståelse inom ämnet aktievärdering. Intervjusvaren som erhållits genom respondenterna har givit oss en värdefull inblick i hur aktievärdering genomförs i verkligheten. Den grundliga fördjupningen i litteraturen om aktievärderingsmodeller har givit oss en ökad kunskap om aktievärderingsprocessen.

7.1 Metodkritik

Denna uppsats har använt en kvalitativ forskningsmetod och data till empirin har samlats in genom intervjuer. Att genomföra intervjuer är ett bra sätt att erhålla djupare förståelse för ett fenomen men insamling av intervjuer är en tidskrävande process. Vi vill därför rekommendera framtida studenter att kontakta respondenter i god tid. Vidare vill vi rekommendera framtida uppsatsskribenter att genomföra intervjuer personligen för att direkt kunna ställa följdfrågor och fråga efter eventuella förtydliganden av intervjusvaren.

7.2 Förslag till vidare forskning

De deltagande respondenterna har angett att det kan uppstå problem vid aktievärdering. De menade att framtiden är osäker och att en aktie därför kan bli felaktigt värderad. Det skulle därför vara intressant att studera några fall då en aktie har blivit markant felvärderad och undersöka orsaken till den felaktiga värderingen.

8. Källförteckning

Litteratur

Bengtsson, L. & Skärvad, P. (2001). *Företagsstrategiska perspektiv*. 3. ed. Lund: Studentlitteratur.

Bryman, A. & Bell, E. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi.

Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Francis, J. & Taylor, R. (2000). *Investments*. 2. ed. New York: McGraw-Hill.

Gitman, L. J. (2006). *Essentials of managerial finance*. 4. ed. Boston: Pearson Addison Wesley.

Greve, J. (2003). *Modeller för finansiell planering och analys*. Lund: Studentlitteratur AB.

Hansson, S. (2007). *Aktier, optioner, obligationer En introduktion*. 10. ed. Lund: Studentlitteratur.

Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. & Jordan, B. (2010). *Corporate Finance: European Edition*. Berkshire: McGraw-Hill Education.

Hoover, S. A. (2005). *Stock valuation: an essential guide to Wall Street's most popular valuation models*. New York: McGraw-Hill.

Hägg, C. (1989). *Värdering av aktier*. Lund: Studentlitteratur.

Johannessen, A & Tufte, P. (2003). *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*. Malmö: Liber AB.

Stowe, J., Robinson, T., Pinto, J. & McLeavey, D. (2002). *Analysis of equity investments: valuation*. Virginia: Association for Investment and Management and Research.

Sveriges Finansanalytikers Förening, SFF. (2006). *Finansanalytikernas rekommendationer 2006*. Stockholm: Sveriges Finansanalytikers Service AB.

Wilke, B. (2010). *Aktie- och fondhandboken: lär dig spara i aktier och fonder- för en bättre privatekonomi*. Stockholm: Aktiespararna Kunskap.

Tidskriftsartiklar

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, Vol. 34, No. 4, pp. 768-783.

Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

Why Newton was wrong. (2011). *The economist*, 8 april. Citerar Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M. & Willmot, J. (2010). *Credit Suisse Global Investment Returns Sourcebook 2010*. Zurich: Credit Suisse Group AG.

Elektroniska dokument

Affärsvärlden (2009). *Flockbeteende leder till fel beslut*. [elektronisk] Tillgänglig: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2593082.ece> [2011-04-25]

Avanza Bank. [elektronisk]. Tillgänglig: <https://www.avanza.se/aza/omavanza/index.jsp> [2011-04-25]

Finanstankar (2010). *Värdelösa riktkurser*. [elektronisk]. Tillgänglig: <http://finansstankar.blogspot.com/2010/04/vardelosa-riktkurser.html> [2011-04-25]

Handelsbanken. [elektronisk]. Tillgänglig:
<http://www.handelsbanken.se/capitalmarkets> [2011-05-02]

Olbert, L. *Aktievärdering Hur gör den professionelle finansanalytikern*. [elektronisk]
Tillgänglig: http://www.xantro.se/kapm_aktier/utvard_aportf/aktievardering.html
[2011-04-15]

Övriga källor

Andrén, E., Nordin, M. & Smaragdis, C. (2001). *Aktievärderingsmodeller - användande, lämplighet och tillförlitlighet*. [elektronisk]. Lund: Lunds Universitet. (Magisteruppsats., Företagsekonomiska institutionen). Tillgänglig:
<http://www.lu.se/o.o.i.s?id=19464&postid=1347338> [2011-05-03]

Bertilsson, Å. (2011). *Kurskompendium i Finansiering*. Opublicerat manuskript. Företagsekonomiska Institutionen, Södertörns högskola.

Respondentförteckning

Lars Frick, analytiker och redaktör, Avanza bank, Elektronisk intervju, 2011-04-25

Robert Gärtner, aktieanalytiker, Handelsbanken Capital Markets, Telefonintervju, 2011-05-02

Respondent 1, Finansiell rådgivare, Bank i Sverige, Elektronisk intervju, 2011-04-29

Respondent 2, Fondförvaltare, Bank i Sverige, Elektronisk intervju, 2011-05-04

Bilagor

Bilaga 1: Intervjuformulär

9. Bilaga 1

INTERVJUFORMULÄR

Fyll vänligen i detta intervjuformulär och returnera formuläret via följande mail-adress: Vi ser gärna att du ger ett utförligt svar på frågorna. På de frågor där vi angivit svarsalternativ får du gärna skriva ditt svar efter svarsalternativen. På övriga frågorna ser vi gärna att du svarar direkt efter frågan. Vi skulle vara tacksamma om du kan återkomma med svaren senast onsdagen 11/5.

Du är välkommen att kontakta mig om det finns oklarheter i formuläret.

Dina kontaktuppgifter

Namn:

Yrke:

1. Introduktion

1.1 Vilka är dina huvudsakliga arbetsuppgifter?

1.2 Vad har du för utbildningsbakgrund?

1.3 Hur länge har du arbetat med aktievärdering?

1.4 Analyserar du en viss typ av företag (bransch, storlek och så vidare)?

1.5 Varför gör du en aktievärdering?

2. Aktievärdering

2.1 Vilka huvudsakliga metoder tillämpar du vid aktievärdering?

a) Nuvärdesberäkningar i någon form

b) Relativvärderingar med hjälp av P/E tal

- c) En kombination av ovanstående alternativ
- d) Analys av trender och tidigare marknadsfluktuationer
- e) Annan variant

Svar/ Kommentar:

2.2 Hur tillförlitliga anser du att metoderna nämnda ovan är?

2.3 Om du tillämpar nuvärdesberäkningar, vilken typ av mått fokuserar du på?

- a) Fria kassaflöden (FCF)
- b) Utdelningar/vinst per aktie (EPS)
- c) EVA (Economic profit)
- d) Annan variant

Svar/ Kommentar:

2.3.1 Hur lång brukar den explicita prognosperioden vara innan terminalvärdet (continuing value) beräknas? Finns det någon schablon här?

- a) Mindre än 5 år
- b) 5 år
- c) Mer än 5 år

Svar/ Kommentar:

2.4 Använder du historiska data för att förutsäga aktiekurstrenden?

2.4.1 Hur många år tillbaks i tiden anser du vara relevant vid beräkning av en trend?

- a) 1 år
- b) 2-3 år
- c) Minst 5 år

Svar/ Kommentar:

2.5 Hur uppskattar du aktieägarnas avkastningskrav för olika aktier?

- a) CAPM i dess renodlade form
- b) Variant av CAPM
- c) Flerfaktormodell
- d) Annat tillvägagångssätt

Svar/ Kommentar:

2.6 Använder du dig av betavärdet för att uppskatta en akties risk?

2.7 Hur tillförlitlig anser du att betavärdet är som ett riskmått?

3. Övriga frågor

3.1 Vilka problem kan uppstå vid värdering av aktier?

3.2 Kan du ange något exempel då en aktie blivit felaktigt värderad?

3.3 Hur ofta görs en aktievärdering (på samma aktie)?

3.4 Hur långt in i framtiden sträcker sig prognosen om aktiens värde?

3.5 Använder du dig av olika modeller beroende på konjunkturläge?

3.6 Använder du dig av olika modeller beroende på bransch?

3.7 Anser du att dina prognoser påverkas av vad andra aktörer har prognostiserat?