

Aktionærens artikelserie, der går bag om investeringsmarkedene. Artiklerne er skrevet til erfarne investorer. Men begyndere, som gerne vil blive klogere i en fart, må også gerne læse med.



Hvis du ikke kender værdien af dine aktier, bliver du et let offer for markedets svingninger - og for din egen grådighed og frygt.

Sådan beregner du EN AKTIES VÆRDI



Er du i tvivl om, hvordan du estimerer, hvad en aktie egentlig er værd? Hvis det er tilfældet er du bagud fra start, når du kaster dig ud på aktiemarkedet. Læs med her og lær, hvordan du vurderer værdien af en aktie og gør dig fri af markedets luner.

ILLUSTRATION: ØIVIND HOVLAND



PER JUUL
Direktør, Juul Value Invest A/S
per@juulvalueinvest.dk

Mange private investorer – formentlig flertallet – kan ikke give et bud på, hvad en aktie egentlig er værd. Hvis du er en af dem, der ikke kan det, bliver du et let offer for markedets svingninger – og for din egen grådighed og frygt.

At estimere en akties værdi er et stykke håndværk, der kan læres. Værktøjet, der bruges kaldes en DCF-model. DCF er en forkortelse for discounted cash flow, på dansk tilbagediskontering af pengestrømme. Modellen kaldes også af og til dividend discount-modellen eller present value-modellen, men det er grundlæggende den samme.

I boksen herunder, har jeg lavet et eksempel på et DCF-estimat af SimCorp-aktien. Her kan du læse, hvad der ligger bag en DCF-model.

Kan markedet tage fejl?

Når jeg møder investorer rundt omkring og siger, at jeg mener, at én eller anden aktie er

mere, eller for den sags skyld mindre værd end aktiekursen, bliver jeg ofte mødt af et uforstående blik. For en akties værdi det er vel aktiekursen? Og det er rigtigt, hvis man mener, at markedet altid sætter den rigtige pris, det vil sige at markedet er effektivt.

Mener man derimod, at markedet kan tage fejl, så er værdisætningen af en aktie et håndværk, der er værd at kunne. Og så er det logisk, at en aktie kan være mere eller mindre værd end dagskursen. Warren Buffett har i vanligt krystalklart sprog udtrykt det på følgende måde; "Pris er det, du betaler. Værdi er det, du får."

Værdien er fremtidige udbytter

Når man ejer en aktie – og således er medejer af et selskab – har man ret til en andel af fremtidige udbytter. Det er disse forventede fremtidige udbytter, som giver en aktie værdi – og faktisk intet andet!

En akties værdi er summen af alle forventede fremtidige udbytter. Imidlertid er det sådan, at ti kroner i hånden om et år er mindre værd end ti kroner i hånden i dag.

Hvor meget mindre afhænger af det afkast, den enkelte investor vil kræve af den pågældende aktie for at investere i den. »

HURTIGBEREGNING af Matas – Gordon Growth Model

Hvis vi forventer jævn vækst i fremtiden og samtidig tror på, at vores afkastkrav ikke ændrer sig (eller vi estimerer et fremtidigt gennemsnit), så kan en akties værdi udregnes på følgende formel:

$$\text{Værdi} = \frac{\text{Forventet udbytte}}{\text{Afkastkrav} - \text{Forventet vækst}}$$

Eksempel

Analytikerne forventer, at Matas udbetaler et udbytte på 2,50 kr. næste år. De forventer desuden en lav vækst på blot 2,5 procent årligt de næste to år. Hvis vi antager, at det fortsætter ud i fremtiden og med et afkastkrav på 7 procent, så vil Matas-aktiens værdi være: $2,50 \text{ kr.} / (0,07 - 0,025) = 55,56 \text{ kr.}$ Aktiekursen lå den 10. september på 53,10 kr.

Denne beregning af en akties værdi kaldes Gordon Growth Model. Modellen kan ikke bruges, hvis væksten er ujævn eller høj. Bliver væksten eksempelvis højere end afkastkravet – 7 procent i vores eksempel – så bliver værdien uendelig, fordi modellen forudsætter, at væksten fortsætter uendeligt. Derfor bruger man ofte en **to-trins DCF-model**, når væksten er høj.

Se en konkret beregning med en to-trins DCF-model på næste side

Det er mit estimat, at investorerne i dag har et afkastkrav på omtrent syv procent for en gennemsnitsaktie. Det betyder, at udbytteerne fra en gennemsnitsaktie hvert år bliver syv procent mindre værd.

Forventer vi at få ti kroner i udbytte, men først om et år, så er udbyttet kun 9,35 kroner værd i dag. Og et udbytte på ti kroner, som vi først modtager om fem år, vil set fra nutiden kun være 7,13 kroner værd.

En akties værdi er summen af alle fremtidige udbytter, men vel at mærke tilbagediskonteret, altså målt i nutidsværdi.

Værdien flytter sig hele tiden

Kursen på en aktie er således aktionærernes aktuelle bud på, hvor meget alle fremtidige udbytter er værd lige nu.

Denne værdi rykker sig hele tiden. Hvis kursen stiger, kan det skyldes et godt regnskab, der giver tro på stærkere indtjening og dermed højere fremtidige udbytter. Samme effekt kan opstå, hvis den generelle økonomi udvikler sig bedre end ventet. For så vil den gennemsnitlige virksomhed også tjene flere penge.

Derudover kan en kursstigning også skyldes, at investorerne har sænket deres afkastkrav. Det kunne være, at selskabet opnår en



Pris er det, du betaler. Værdi er det, du får.

Warren Buffett

TO-TRINS BEREGNING af SimCorp - DCF-model

I en to-trins DCF-model deler man fremtiden op i to faser, en vækstfase og en stabil fase. I vækstfasen, som i dette eksempel er ti år, er væksten høj - måske endda højere end afkastkravet. Efter vækstfasen antager man så en moderat vækst, oftest på linje med den generelle økonomi, det kunne være to procent årligt. Nedenunder kan du se et eksempel på beregning af SimCorp-aktiens værdi efter en to-trins DCF-model:

Estimat af SimCorps værdi ved to-trins Discounted Cash Flow-model (DCF)

Vækstfase

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Forventet vækst		12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Forventet indtjening per aktie (EPS)	17,7	19,8	22,2	24,9	27,9	31,2	34,9	39,1	43,8	49,1
Forventet payout ratio	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Forventet udbytte	8,9	9,9	11,1	12,4	13,9	15,6	17,5	19,6	21,9	24,5
Afkastkrav	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,54	0,51
Nutidsværdi af årets udbytte	8,3	8,7	9,1	9,5	9,9	10,4	10,9	11,4	11,9	12,5

Nutidsværdi af de første ti års udbytter

102

Forklaring til vækstfase

I eksemplet forventer vi, at SimCorp får en indtjening per aktie (EPS) på 17,70 kr. i 2019 og at 50 procent af indtjeningen, altså 8,90 kr, udbetales som udbytte. Som beskrevet ovenfor, så er værdien af 8,90 kr. om et år ikke 8,90 kr. i dag. Vi har valgt et afkastkrav på syv procent. Derfor er udbyttet målt i nutidskroner syv procent mindre værd om et år: 8,90 kr. / 1,07 = 8,3 kr.

I år 2 forventes et udbytte på 9,90 kr. (afrundet), som i nutidsværdi kun er 8,7 kr. værd (9,90 kr. / (1,07 x 1,07) = 8,70 kr.)

I vækstfasen udbetales i alt 155 kr. i udbytter, som tilsammen har en nutidsværdi på 102 kr.

Forklaring til restværdi

Efter vækstfasen bruges Gordon Growth Model på restværdien, da vi nu antager en evig, men lav vækst. Væksten forventes at falde til to procent, men til gengæld stiger udbyttet til 100 procent af indtjeningen. Udbyttet forventes således i år 11 at blive 50,10 kr. Da vi fortsat har et afkastkrav på syv procent og en forventet vækst på to procent, følger det af Gordons formel, at restværdien ultimo år 10 vil være 1.001 kr. svarende til 509 kr. i nutidsværdi. Samlet får vi en nutidsværdi på 102 kr. + 509 kr. = 611 kr. for SimCorp-aktien. Aktiekursen var 10. september 608 kr.

Restværdi

Restværdi (Gordon Growth Model)

Forventet vækst efter 2028	2%
Forventet EPS i år 2029	50,1
Forventet payout ratio efter 2028	100%
Forventet udbytte i 2029	50,1
Kapitaliseringsfaktor (afkastkrav - vækst)	5%
Restværdi ultimo 2028*	1001
Diskonteringsfaktor ultimo 2028	0,51
Nutidsværdi af restværdien	509

Samlet nutidsværdi

611

* forventet udbytte 2029 divideret med kapitaliseringsfaktoren

god finansieringsaftale, som letter gældsbyrden og dermed reducerer risikoen. Men det kan også skyldes, at det generelle renteniveau falder, hvilket har været tilfældet de senere år.

Et godt ståsted

Hvor meget en aktie er værd, er usikkert og afhænger af mange faktorer. Det er svært at vide, hvor høj væksten bliver, hvor meget der udbetales som udbytter og hvad afkastkravet bør være.

Har du imidlertid et bud på en akties værdi - eller en opfattelse af, hvad der skal til, for at

en aktie er sin kurs værd, så har du et stærkt anker, når bølgerne går højt og aktiekurserne flytter sig meget op og ned.

I boksen på den forgående side (side 24) estimerer vi SimCorps værdi til 611 kroner. Den aktuelle kurs er 608 kroner, altså tæt på estimatet, som imidlertid bygger på en forventning om en omsætningsvækst på hele 12 procent de næste ti år. Er det realistisk?

Modsat forventes selskabet i modellen kun at vokse to procent om året fra år ti (men til gengæld udbetale hele indtjeningen som udbytte). Er det for pessimistisk?

Modellen kan dermed også bruges til at gennemskue, hvilke forudsætninger, der ligger bag markedets vurdering af aktien. Med en DCF-beregning kan du altså forholde dig kritisk til aktiekursen og vurdere, om du er enig med de andre investorer.

Husk dog, at selv om du får et præcist tal ud af modellen, er det kun et estimat. Derfor bør du kun købe en aktie, der er væsentligt billigere - måske 30 procent billigere - end det estimat eller den værdi, du kommer frem til. På den måde opnår du det, som Warren Buffett kalder en sikkerhedsmargin. ■



HURTIGBEREGNING af SimCorp

Per Juuls Earnings Power Model

Jeg har lavet min egen hurtigberegner af en akties værdi, der i mine øjne fungerer bedre end Gordon Growth Model, fordi den kan håndtere høje vækstrater, uden at det er nødvendigt at bruge ovenstående, ganske komplicerede to-trins model.

$$\text{Earnings power} = \text{Payout ratio} + \frac{\text{Vækst}}{\text{Afkastkrav}}$$

Formlen afspejler et selskabs "earnings power" eller indtjeningskraft. Jo højere earnings power er, desto højere indtjeningskraft. Earnings power skal i formlen være mindst 1 for at selskabet skaber nok vækst.

Modellen afspejler egentlig det, som Warren Buffett kalder 'the one dollar tenet' - én-dollar-kravet. Hver dollar i indtjening, som beholdes i selskabet, skal ultimativt føre til én dollar i øget aktieværdi, siger Buffett. Det vil netop være tilfældet, hvis earnings power er 1.

Hvis payout ratio er lav - altså hvis selskabet beholder en stor del af indtjeningen i stedet for at udbetale det som udbytte - så skal indtjeningen vokse meget, for at selskabet får nok ud af de penge, de har at arbejde med.

Er payout ratio derimod høj - det vil sige, selskabet udbetaler en stor del af indtjeningen som udbytte - så behøver selskabet ikke at vokse ret meget.

Eksempel

Lad os igen tage SimCorp som eksempel: Vi forventer at SimCorp de næste ti år betaler halvdelen af indtjeningen som udbytte, det vil sige at de har en payout ratio på 50 procent, som puttes ind i formlen.

Vi forventer derudover, at væksten de næste ti år bliver på 12 procent. Vores afkastkrav er 7 procent. Dermed

bliver den anden del af formlen, vækst/afkastkrav $0,12 / 0,07 = 1,71$. Den samlede earnings power bliver $0,50 + 1,71 = 2,21$.

Hvis vi tager resultatet på 2,21 og dividerer med afkastkravet på 7 procent, får vi det, som modellen finder er en fair P/E. Fair P/E = $2,21 / 0,07 = 31,6$.

$$\text{Earnings power} = 0,50 + \frac{12 \text{ pct}}{7 \text{ pct}} = 2,21 \quad \rightarrow \quad \frac{2,21}{7 \text{ pct}} \quad \rightarrow \quad \text{P/E} = 31,6$$

Med en forventet indtjening på 17,70 kr. per aktie giver det en fair value på 560 kr. - ganske tæt på resultatet fra to-trins-modellen og den aktuelle kurs.

Hvis vi genberegner eksemplet med Matas, så vil Matas-aktiens earnings power være: $0,43 + (0,025 / 0,07) = 0,43 + 0,36 = 0,79$, da payout ratio forventes at være 43 procent.

Med et afkastkrav på 7 procent vil fair P/E blive $0,79 / 0,07 = 11,2$ og med en forventet EPS på 5,80 kr. vil

værdien blive; $11,2 \times 5,80 \text{ kr.} = 65,22 \text{ kr.}$

Earnings Power-modellen vil give et resultat tæt på to-trins-modellen ved næsten alle værdier for vækst, payout ratio og afkastkrav, hvis vækstfasen er ti år og hvis man i to-trins-modellen sætter den forventede vækst i slutfasen til 1 procent og payout ratio til 100 procent, som afspejler et modent selskab uden vækst, men med god indtjening.