

Summer School V: Mere avancerede kurs/nøgletal



Foto: Sydbank

Børsen-tv
v/ Senioranalytiker i Sydbank
Jacob Pedersen, CFA

Hvorfor kursnøgletal?

Formål: Værdiansættelse af aktien

Nøgletallenes beregning:

- Fortæller om prisfastsættelse i forhold til selskabernes indtjening eller omsætning

Benyttelse:

- Foretage vurdering af køb/salg af aktien
 - Handler aktien dyrere/billigere end historisk
 - Handler aktien dyrere/billigere end sammenlignelige selskaber
 - Prisfastsættelse af divisioner/segmenter
- Fordele: Findes i mange databaser
- Ulemper: Svært at sammenligne selskaber, ingen absolut værdiansættelse

EV/ EBITDA kontra P/E

Essensen er den samme...pris ift. indtjening...

$$P/E = \frac{\text{Børsværdi}}{\text{Nettoresultat}} \longleftrightarrow EV/EBITDA = \frac{\text{Værdi på gældfri basis}}{\text{EBITDA}}$$

...men hvad er EV (ENTERPRISE VALUE)

Enterprise Value = Selskabets værdi på gældfri basis

Værdien af selskabets operative aktiver uafhængigt af finansiering og finansielle aktiver

$EV = (\text{Børskurs} * \text{antal aktier}) + \text{minoriteter} + \text{nettogæld} - \text{associerede selskaber}$

EV/EBITDA er afhængig af:

- Markedskursen
- Forventninger til fremtidig indtjening
- Risiko

EV/EBITDA

Fordele ved EV/EBITDA:

- Værdiansættelse af HELE selskabet
- Bedre til sammenligning af selskaber med forskellig finansiering
- Bedre til sammenligning af selskaber med forskellige (høje) afskrivninger
 - EBITDA er normalt positiv

Problemer ved EV/EBITDA:

- EBITDA overvurderer pengestrømme hvis arbejdskapitalen stiger
 - EBITDA har ikke noget direkte link til cash-flow...
 - EV er på efter-skat basis og EBITDA er på før-skat basis

EV/EBITDA – Vestas

**EV = (33,6 EUR pr. aktie * 203,7 mio. aktier) + nettogæld på 404 mio. EUR
– 1 mio. EUR (associerede selskaber) = 7.247 mio. EUR**

Forventet **EBITDA** i 2010 = **960,2 mio. EUR**



Det kalder vi for
en **MULTIPEL**

EV/EBITDA = 7,5

...men er det dyrt eller billigt??

EV/EBITDA, Vestas



Kilde: Bloomberg og Sydbank

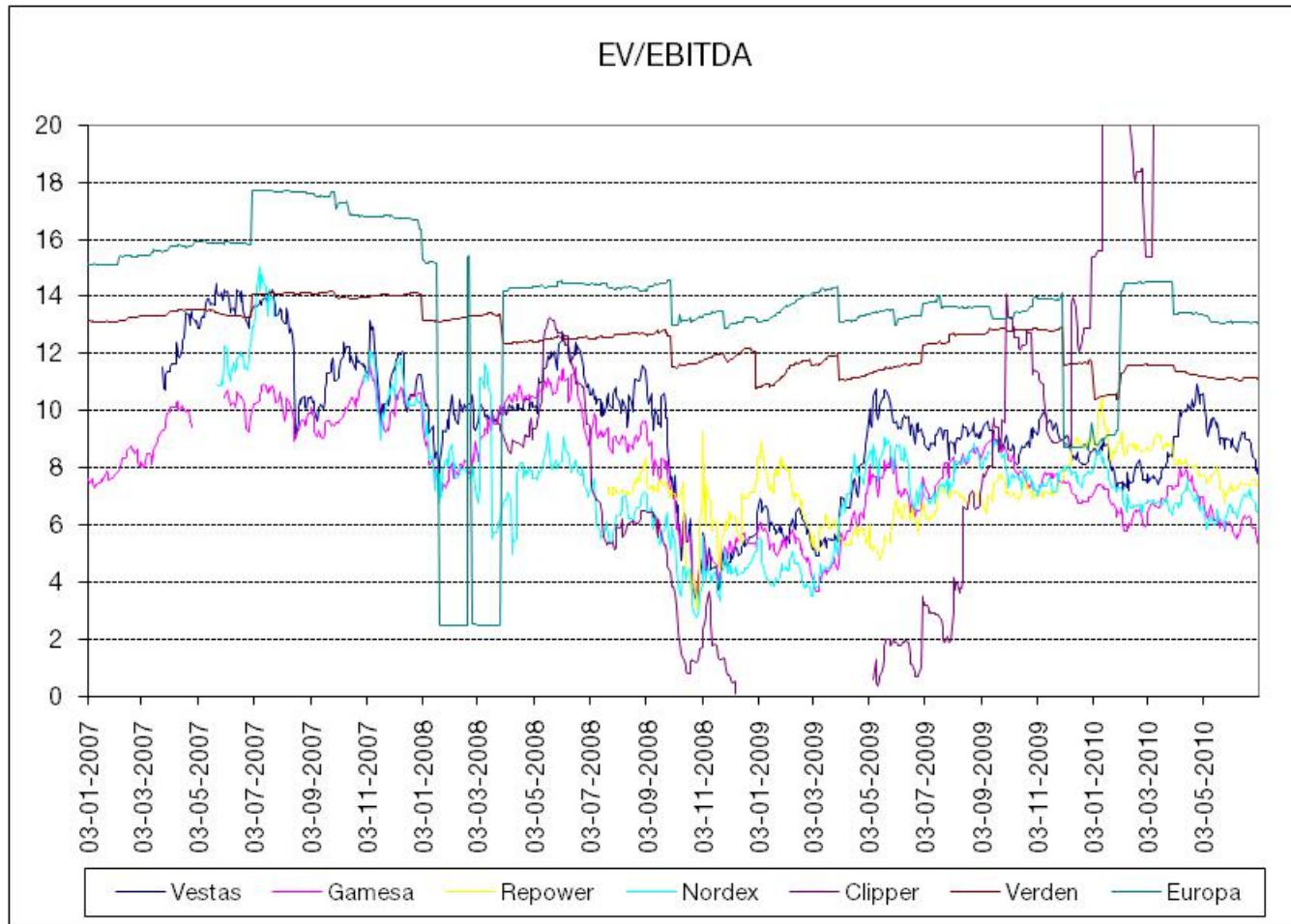
Konklusion

- Markante udsving i EV/EBITDA-niveauet
- Stabiliseret omkring 8-11x

Årsager:

- Fald i 2008-2009 pga. finanskrisen
- Vækstpotentialet er reduceret

EV/EBITDA – Vestas – og konkurrenter



Kilde: Bloomberg og Sydbank

Konklusion

- Vestas handler moderat dyrere end (med præmie til) konkurrenterne
- Meget store udsving i niveauerne
- Bemærkelsesværdigt, at vindmølleselskaberne handler med rabat til (billigere end) verdens-/Europa-aktierne

Årsager:

- Til Vestas-præmie: Bedre vækstmuligheder på kort sigt (bedre produkter mm.)
- Til sektor-rabat: Begrænset tillid til indtjeningsvækst – frygt for afmatning

Konklusion EV/EBITDA

Vestas-aktien handler i historisk perspektiv BILLIGT



Vestas-aktien er BILLIG, hvis investor forventer, at Vestas kan levere samme vækst fremadrettet som historisk (men er det realistisk??).

Vestas-aktien handler som den DYRESTE vindmølleaktie



Mener investor, at Vestas har samme vækstmuligheder som konkurrenterne er aktien DYR

Målt på EV/EBITDA ser vindmølleaktierne meget attraktive ud, men Vestas er ikke den mest attraktive kun målt på EV/EBITDA...
...der kan være gode årsager til præmien...
...EV/EBITDA-værdiansættelsen kan ikke stå alene

EV/Omsætning

$$\text{EV/Omsætning} = \frac{\text{Værdi på gældfri basis}}{\text{Omsætning}}$$

Fordele ved EV/Omsætning:

- Værdiansættelse af HELE selskabet
- Omsætningen er mindre udsat for manipulation
- Omsætningen er altid positiv og mere stabil end indtjeningen
- EV/Sales kan give mere mening end P/E i tilfælde af store engangsposter

Problemer ved EV/Omsætning:

- Omsætningen fortæller ikke noget om selskabets indtjeningsevne
- EV/Omsætning tager ikke højde for forskelle i omkostningsstruktur

EV/Omsætning – Vestas

**EV = (33,6 EUR pr. aktie * 203,7 mio. aktier) + nettogæld på 404 mio. EUR
– 1 mio. EUR (associerede selskaber) = 7.247 mio. EUR**

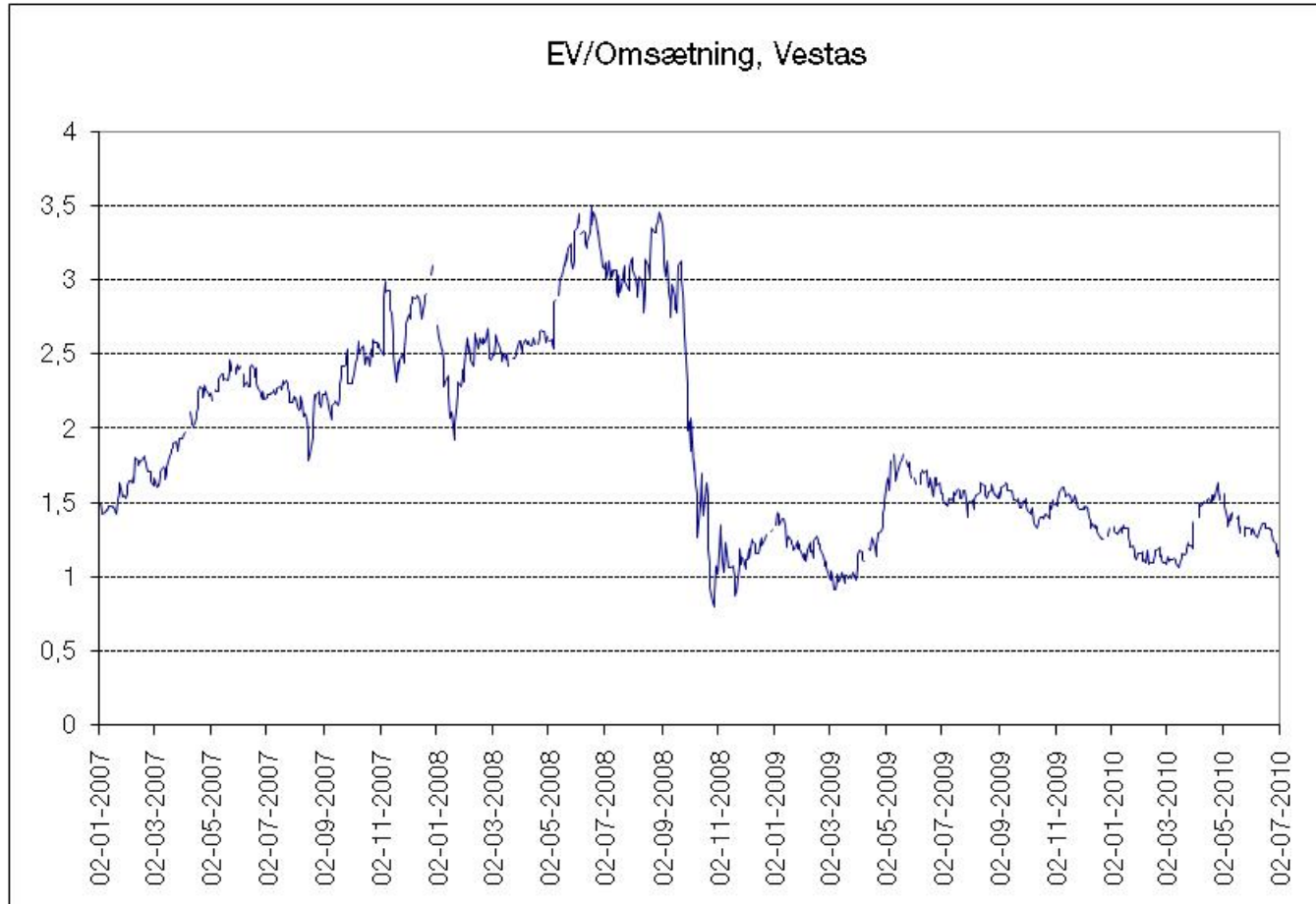
Forventet omsætning i 2010 = 7.008,5 mio. EUR



EV/Omsætning = 1,0

...men er det dyrt eller billigt??

EV/Omsætning, Vestas



Kilde: Bloomberg og Sydbank

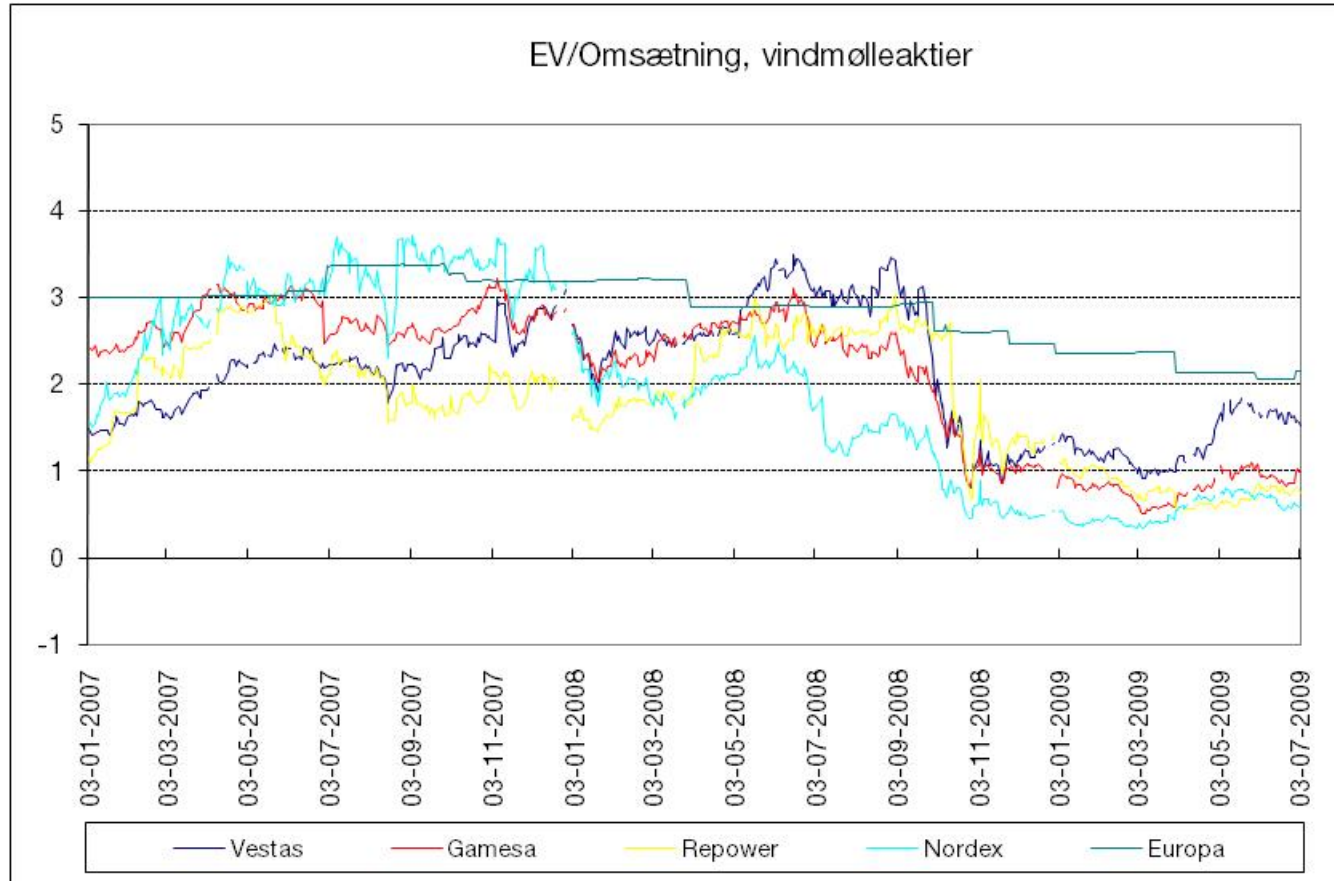
Konklusion

- Markante udsving i EV/Omsætning-niveauet
- Stabiliseret omkring 1-1,5x

Årsager:

- Fald i 2008-2009 pga. finanskrisen
- Vækstpotentialet er reduceret

EV/Omsætning – Vestas – og konkurrenter



Kilde: Bloomberg og Sydbank

Konklusion

- Vestas handler moderat dyrere end (med præmie til) konkurrenterne
- Store udsving i niveauerne
- Vindmøllesekskaberne handler med rabat til (billigere end) Europa-aktierne

Årsager:

- Til Vestas-præmie: Bedre rentabilitet og
- Bedre vækstmuligheder på kort sigt (bedre produkter mm.)
- Til sektor-rabat: Begrænset tillid til indtjeningsvækst – frygt for afmatning

Konklusion EV/Omsætning

Vestas-aktien handler i historisk perspektiv BILLIGT



Vestas-aktien er BILLIG, hvis investor forventer, at Vestas kan levere samme vækst fremadrettet som historisk (men er det realistisk??).

Vestas-aktien handler som den DYRESTE vindmølleaktie



Mener investor, at Vestas har samme vækstmuligheder som konkurrenterne er aktien DYR

Målt på EV/Omsætning ser vindmølleaktierne meget attraktive ud, men Vestas er ikke den mest attraktive kun målt på EV/Omsætning...
...der kan være gode årsager til præmien...
...EV/Omsætning-værdiansættelsen kan ikke stå alene

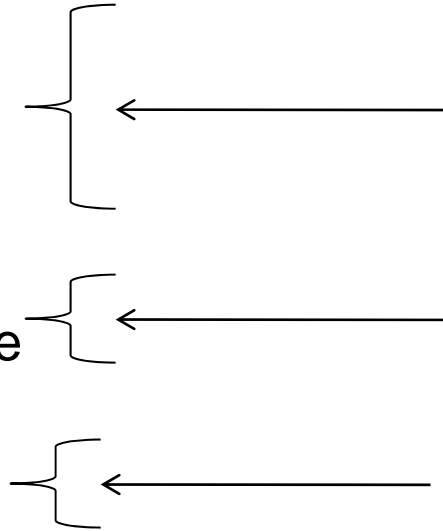
Andre kurs/nøgletal

– P/Omsætning

– P/EBITDA

– P/Pengestrømme

– EV/EBIT



Vi foretrækker EV-nøgletallene, da EBITDA og omsætning retmæssigt tilhører både aktionærer og långivere

Pengestrømme er mindre udsat for "manipulation" end regnskabstal – og derfor relevant – men har også langt større udsving

Har mange af samme gode egenskaber (og ulemper) som EV/EBITDA

Kurs-nøgletallene udgør et meget nyttigt supplement til cash-flow værdiansættelse

Kig ikke kun på multiplen – præmier/rabatter til konkurrenter har ofte en fundamental årsag – og dem fanger vores cash-flow værdiansættelse...forhåbentlig

Summer School: Mere avancerede kurs-/nøgletal

Tak for interessen

Vi henviser i øvrigt til :

”Summer School I: Forstå et regnskab, balance”

”Summer School II: Forstå et regnskab, resultatopgørelse”

”Summer School III: Regnskabsnøgletal”

”Summer School IV: Kurs-/nøgletal, P/E

...som findes på borsen.dk