
Aktievärdering

– Aktievärderingsmodeller och dess tillämpning vid privatplacering –

Kandidatuppsats 15 HP
Vårterminen 2010
Ekonomisektionen, RC07
Författare: Ilir Ahmeti
Handledare: Stig Westerdahl

Sammanfattning

Högskolan Kristianstad, Våren 2010

Författare: Ilir Ahmeti

Handledare: Stig Westerdahl

Titel: Aktievärdering – Aktievärderingsmodeller och dess tillämpning vid privatplacering

Bakgrund Aktiesparandet har under det senaste seklet blivit allt populärare i Sverige och under de senaste 20 åren har antalet svenskar som sparar i aktier mer än fördubblats. I takt med att intresset för aktiesparande har ökat har även intresset för privatplacering ökat. Idag finns det en grupp av människor som lever på sin inkomst som genereras på aktiemarknaden, dessa kallas för "Daytraders" och sysslar med "Daytrading". De bevakar aktiemarknaden konstant och agerar så fort det kommer ut ny information som kan tänkas påverka aktiekursen. Sedan finns det även en grupp som handlar någon gång i veckan eller mer sällan.

Värderingsmetoderna har genom tiderna förändrats och det finns flera olika modeller att välja bland. Vidare bygger modellerna på komplexa antaganden som kan påverka resultatet av värderingen.

Syfte Syftet med denna uppsats är att undersöka vilka av de traditionella aktievärderingsmodellerna som används vid privatplacering, samt att hitta de bakomliggande faktorerna till valet av modell. I de fall då aktievärderingsmodellerna inte används som huvudsaklig värderingsmetod är en del av syftet också att försöka hitta andra faktorer som kan tänkas påverka värderingen.

Metod Utifrån syftet valdes att använda en kvalitativ metod med personliga intervjuer som verktyg. Valet av metod och verktyg baserades på att djupgående information behövdes för att uppnå syftet. Min undersökning omfattar fem personer som sysslar med privatplacering i aktier. Personerna är olika aktiva på aktiemarknaden, det vill säga vissa handlar ofta och andra mer sällan.

Resultat Resultatet av min undersökning visar att flera av de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte tillämpas vid privatplacering, det är endast två modeller som placerarna faktiskt använder sig av. Det finns i huvudsak tre argument till varför de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte används vid privatplacering. Det första argumentet är att respondenterna anser att flera av modellerna inte är motiverade, det vill säga att de inte är relevanta. Det andra argumentet är att vissa av modellerna anses vara för komplicerade och det tredje och sista argumentet är att det i många fall saknas data.

Abstract

Högskolan Kristianstad, Spring 2010

Author: Ilir Ahmeti

Supervisor: Stig Westerdahl

Title: Stockvaluation – Stockvaluationmodels are their application in private saving.

Background *The stocksaving has during the last century increased and become more popular in Sweden and during the last 20 years the number of Swedes who save in stocks has more than doubled. While the interest in stocksaving has increased so has the interest in private saving. Today there is a group of people who live of the income which is generated from the stockmarket, they are called “Daytraders” and they do “Daytrading”. They constantly observe the stockmarket and act as soon as new information that can affect the stockrate is revealed. And then there is also a group which makes purchases a few times a week or more seldom.*

The valuationmodels have through time changed and there are several models to choose from. The models are built by many complex assumptions that can affect the outcome of the valuation.

Purpose *The purpose of this essay is to examine which of the theoretical stockvaluationmodels are used in private saving, and to find the reasons for the choice of model. In cases when the stockvaluationmodels are not used as a main valuationmodel a part of the purpose is also to find other factors that can affect the outcome of the valuation.*

Method *Based on the purpose the choice was made to use a qualitative method with personal interviews as a tool. The choice of method and tool was based on that depth information was needed to fulfill the purpose. My examination comprises five persons who do private saving in stocks. Their activity on the stockmarket varies, meaning that some buy more frequently and some more seldom.*

Result *The result of my examination shows that several of the theoretical stockvaluationmodels are not used in private saving, there are only two models that the privatesavers actually use. There are mainly three arguments to why the theoretical stockvaluationmodels are not used in private saving. The first argument is that the responders consider several models not to be motivating, they are not relevant. The second argument is that some of the models are considered to complicated and the third argument is that in many cases there is a lack of useable data.*

Innehållsförteckning

1	Inledning	7
1.1	Bakgrund	7
1.2	Problemdiskussion	9
1.3	Problemformulering	11
1.4	Syfte	11
1.5	Avgränsningar	11
1.6	Målgrupp	12
1.7	Disposition	12
2	Metod	14
2.1	Övergripande metod	14
2.1.1	Val av ämne	14
2.2	Angreppssätt	15
2.2.1	Induktion och deduktion	15
2.2.2	Kvalitativ och kvantitativ metod	15
2.2.3	Intervjuteknik	16
2.3	Praktiskt angreppssätt	17
2.3.1	Primärdata	17
2.3.2	Sekundärdata	17
2.4	Källkritik	17
2.4.1	Reliabilitet	18
2.4.2	Validitet	18

2.5	Urval.....	18
2.5.1	Urval av intervjupersoner	18
2.5.2	Urval av modeller.....	19
3	Teori	20
3.1	Inledande teori	20
3.2	Fundamental analys	21
3.2.1	Kassaflödesvärdering	22
3.2.2	Utdelningstillväxtmodellen (Gordons tillväxtmodell)	24
3.2.3	Substansvärdering	25
3.2.4	P/E-talsvärdering.....	26
3.2.5	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	28
3.3	Teknisk analys	31
3.4	En kort sammanfattning	32
3.5	Beslut	32
3.5.1	Economic man (Traditionell beslutsteori)	33
4	Empiri	35
4.1	Bakgrundsfakta.....	35
4.2	Disposition av kapitlet	36
4.3	Modeller som tillämpas.....	36
4.3.1	P/E-talsvärdering.....	36
4.3.2	Teknisk analys	37
4.4	Modeller som inte tillämpas	38
4.4.1	Kassaflödesvärdering	38
4.4.2	Utdelningstillväxtmodellen (Gordons tillväxtmodell)	39

4.4.3	Substansvärdering	40
4.4.4	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	40
4.5	Bransch, Produkt och Media	41
4.5.1	Bransch och Produkt	41
4.5.2	Media.....	42
4.6	Känslan som en avgörande faktor.....	42
5	Analys och slutsatser	44
5.1	Tre argument	44
5.1.1	Modellerna är inte motiverade	44
5.1.2	Modellerna är för komplicerade.....	46
5.1.3	Data saknas	47
5.2	Återkoppling till syftet	48
5.3	Slutsats	49
6	Förslag till vidare forskning	50
7	Källförteckning.....	51
7.1	Litteratur.....	51
7.2	Vetenskapliga artiklar	51
7.3	Internetkällor	52
7.4	Intervjuer	52
Bilaga 1	53

1. Inledning

Under detta inledande kapitel presenteras bakgrunden till uppsatsens ämnesval som är aktievärdering vid privatplacering. Därefter redovisas problemdiskussionen kring aktievärdering samt syftet med uppsatsen. Vidare följer en beskrivning av de avgränsningar som gjorts samt vilka målgrupper uppsatsen vänder sig till. Kapitlet avslutas sedan med en övergripande disposition av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Aktiemarknaden är marknaden för eget kapital – ägarandelar i företag. Aktiemarknaden uppstod i samband med storföretagens uppkomst i västvärlden för ungefär 150 år sedan. Denna tid dominerades av mindre bolag som finansierades av ägarna själva, men i och med industrialismen och uppkomsten av storföretag ökade emellertid storbolagens kapitalbehov mycket kraftigt. Det blev i stort sett omöjligt för enskilda kapitalister att förse de största företagen med de kapitalmängder som krävdes för exempelvis utbyggnad och investeringar. Vid mitten av 1800-talet blev därför aktiebolaget (AB) den dominerande ägarformen inom storindustrin (Eklund, 2005).

I början av 1900-talet värderades aktier och obligationer på samma sätt. Anledningen var att aktier endast bedömdes vara mer riskfyllda obligationer och innehavaren förväntade sig därför någon form av garanterad utdelning, ungefär på samma sätt som en vanlig obligation betalar en kupongränta till innehavaren. Detta sätt att värdera användes fram till mitten av 1920-talet då E.L. Smith och I. Fischer yttrade sig om att denna syn inte var korrekt. Detta ledde till att Smith och Fischer senare fastslog att aktier i själva verket var en betydligt mer riskfylld tillgång som därför bör värderas på ett helt annat sätt (Faseruk, 2008). Förutom detta kom Smith och Fischer även fram till att det inte bara var den faktiska utdelningen som genererade vinst, en kvarhållen vinst kunde återinvesteras i företaget och på så sätt skapa större framtida vinster, i enlighet med ränta-på-ränta-effekten. Detta ökade naturligtvis intresset för aktier och därför utvecklades värderingsmodeller som bygger på just framtida vinster och som i stor utsträckning fortfarande påminner om de modeller som vi använder oss utav idag. (Faseruk, 2008).

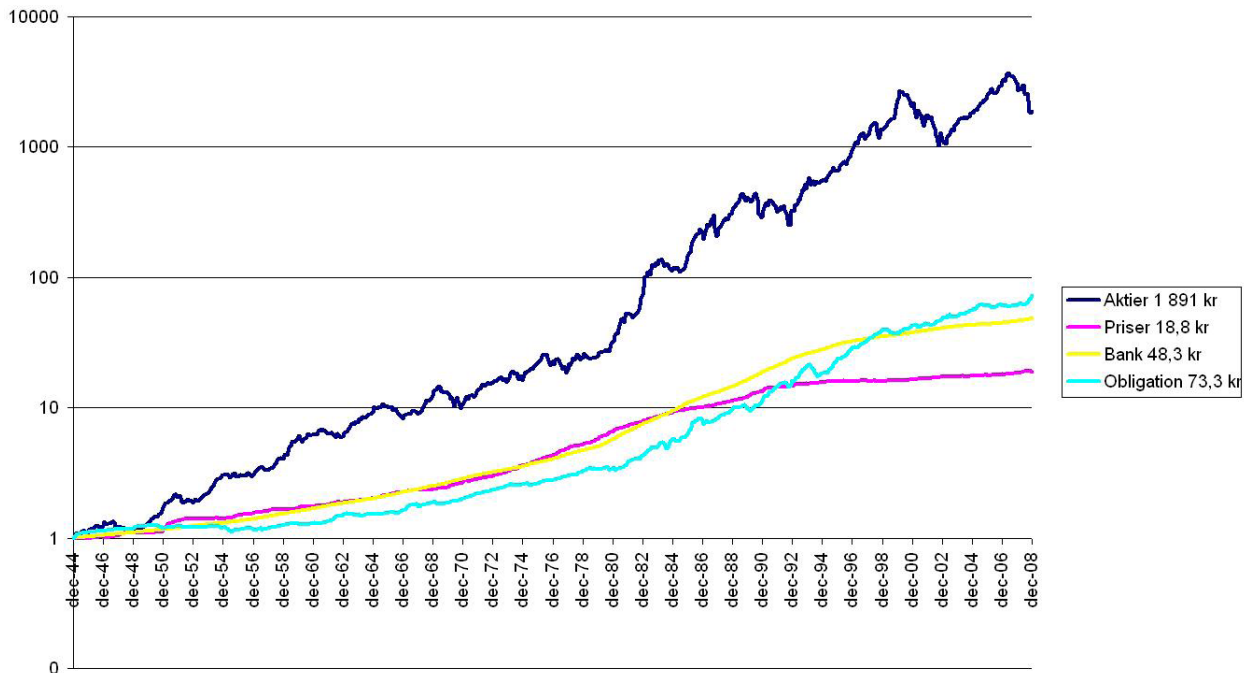
I Sverige är aktieägandet både spritt och koncentrerat på samma gång. Aktieägandet är spritt i den meningen att en större andel av hushållen äger aktier, varannan svensk äger aktier idag. Ägandet av viktiga kontrollposter i de stora företagen är däremot mer koncentrerat till ett ganska litet antal familjer och stora institutioner (Eklund, 2005).

Om vi tittar på aktier utifrån ett historiskt perspektiv kan vi ställa oss frågan om vad som egentligen är bäst – aktier, banksparande eller placeringar i obligationer? Frågorna är många, liksom svaren. Allt beroende på vilket tidsintervall som undersöks och längden på den undersökta perioden. Det vi kan se är att aktiesparande har historiskt sett varit den överlägset bästa sparformen (Aktiespararna.se, 2009). Aktiesparandet har givit bättre avkastning än många andra sparformer som till exempel bankkonton och andra räntebärande papper. Under de senaste 20 åren har aktier gett en genomsnittlig totalavkastning på omkring 12 procent per år. Aktiesparandet har under det senaste seklet dessutom blivit allt populärare i Sverige och räknat per capita har Sverige högst andel aktiesparare i världen (Aktiespararna.se, 2009).

Eftersom aktiesparandet har ökat under det senaste seklet har aktier och aktievärdering blivit ett ämne som är högaktuellt för många människor, speciellt idag då vi lever i en mycket turbulent och komplex värld som präglas av hög- och lågkonjunkturer och numera även en finanskris som har påverkat och skakat om hela världen. Utvecklingen på börsen påverkar i stort sett alla individer, på ett eller annat sätt, antingen direkt via börsvärdet på aktierna eller indirekt via exempelvis pensioner.

Många har gjort sig medvetna om det faktum att det finns mer pengar att tjäna genom att placera kapital på börsen i förhållande till andra sparformer med lägre risk. Det ökade intresset för aktier kan säkerligen även kopplas till andra faktorer såsom mediernas ständiga bevakning av finanssektorn men även den ökade tillgången till information som samtliga IT-lösningar möjliggör, främst Internet. Det har blivit billigare att tillgodose matnyttig information och samtidigt enklare att handla med aktier (Eklund, 2005).

Aktiekurvan 1945-2008



Figur 1 - Källa: Aktiespararna.se, 2009.

I det logaritmiska diagrammet ovan kan vi se att en krona investerad på Stockholmsbörsen 1944 har vuxit till 1891 kr vid utgången av 2008. Detta kan vi ställa dels mot den genomsnittliga avkastningen för en krona placerad på ett bankkonto som bara vuxit till 48 kr, dels mot obligationer där samma krona växt till 78 kr. Eftersom diagrammet är hämtat från aktiespararna.se, som är en intresseorganisation för att uppmuntra till aktiesparande, bör man vara lite extra källkritisk i detta fall.

1.2 Problemdiskussion

Enligt Jörnmark (2002) bidrog IT-kraschen eller det s.k. börsraset, som varade mellan den senare delen av 1990-talet och några år in på 2000-talet, till att finansanalytiker och deras köp- och säljrekommendationer omdiskuterades kraftigt. Analytiker stod fast vid sina rekommendationer om köp i de olika IT-bolagen, som på den tiden växte sig stora på kort tid, men som efterhand visade sig vara oerhört övervärderade och i många fall saknades det till och med grund för rekommendationerna. Hur kunde analytiker med flera års erfarenhet och stor kunskap om aktiemarknaden ha så fel? Var deras analyser för svaga? Vad byggde de på?

Med detta faktum i åtanke kommer vi in på de olika tekniker och modeller som kan används vid aktievärdering, antingen av finansanalytiker eller av personer som handlar aktier privat, denna uppsats tar upp det senare perspektivet. Det finns i huvudsak två olika synsätt, fundamental och teknisk analys. Den fundamentala analysen kan ses som raka motsatsen till den tekniska analysen som går ut på att analysera marknadens förväntningar och trender för att på så sätt försöka förutspå marknadens nästa steg. Med fundamental analys avser man bedömning av ett företags aktiekurs på grundval av uppgifter om företaget. Inom den fundamentala analysen finns sedan ett stort utbud av investeringsmodeller (Fundamentalanalys.se, 2008).

Hur kunde finansanalytiker under IT-kraschen ha så fel? De teoretiska aktievärderingsmodeller som finns bygger i grund och botten på antaganden som görs utifrån analyser av en mängd olika faktorer och då de psykologiska faktorerna, känslan, väger allt mer och på så sätt kan styra börskursens rörelse räcker kanske inte de teoretiska modellerna till. Modellerna bygger dessutom på antagandet om effektiva kapitalmarknader. På en helt effektiv kapitalmarknad reflekterar priset på en aktie fullständigt och omedelbart all tillgänglig relevant information (Nilsson, et., al, 2002). Om vi lever som vi har gjort det senaste året, i ett samhälle som har präglats av nyheter om finanskrisen, får vi naturligtvis negativa tankegångar av vad som sker i samhället som i sin tur skapar oro inom oss och på så sätt kommer känslan och inte de teoretiska modellerna att vara avgörande för hur vi handlar. Vi kommer då att handla utifrån den bild som ges av medierna, en bild som i själva verket kanske skiljer sig starkt ifrån den verkliga. För att förutspå framtiden och sätta ultimata aktiekurser krävs det ofta många och framförallt svåra överväganden. För att göra rätt överväganden krävs det att man samlar in relevant information och tolkar den rätt (Gitman, Joehnk, Juchau, Wheldon & Wright, 2004).

I takt med att intresset för aktiesparande har ökat (Eklund, 2005), har även intresset för privatplacering ökat. Istället för att ständigt vända sig till analytiker och rådgivare har människor valt att agera och lära sig själva, dessa människor benämns som privatplacerare i denna uppsats. Bland dessa privatplacerare hittar vi en grupp av människor som lever på sin inkomst som genereras på aktiemarknaden, dessa kallas för ”Daytraders” och sysslar med ”Daytrading”. De bevakar aktiemarknaden konstant och agerar så fort det kommer ut ny

information på marknaden som kan tänkas påverka aktiekursen (Tradingportalen.com, 2010). Sedan finns det även en grupp som endast handlar någon gång i veckan och mellan dessa två grupper hittar vi en grupp vars handlande varierar mellan mycket och lite och på så sätt utgör ett medelmått. Eftersom dessa privatplacerare agerar själva, istället för att betala för rådgivning av förvaltare, måste de utnyttja olika tekniker och teoretiska modeller som används vid värdering av aktier men vilka aktievärderingsmodeller används främst och vilka är de bakomliggande orsakerna till valet av modell? Vad bygger privatplacerarnas överväganden på i de fall då aktievärderingsmodellerna inte används som huvudsaklig värderingsmetod?

1.3 Problemformulering

Vilka aktievärderingsmodeller används av privatplacerare och vilka är de bakomliggande orsakerna till valet av modell?

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka vilka av de traditionella aktievärderingsmodellerna som används vid privatplacering, samt att hitta de bakomliggande faktorerna till valet av modell. I de fall då aktievärderingsmodellerna inte används som huvudsaklig värderingsmetod är en del av syftet också att försöka hitta andra faktorer som kan tänkas påverka värderingen.

1.5 Avgränsningar

Jag har valt att avgränsa min undersökning till personer som sysslar med privatplacering i någon form men som inte har det som yrke. Undersökningen omfattar därför både personer som håller på med daytrading och personer som bara lägger några timmar i veckan, samt de personer som ligger någonstans mittemellan. Avsikten med denna avgränsning beror helt på själva syftet med uppsatsen och därför faller det sig naturligt att undersökningen endast omfattar dessa personer.

1.6 Målgrupp

Jag tror med största sannolikhet att det största intresset för resultatet av min undersökning finns hos dem som sysslar med privatplacering. Anledningen är att dessa personer får möjligheten att se om andra privatplacere använder sig av samma modeller och samtidigt får de ta del av andras åsikter i frågan om de bakomliggande faktorerna till valet av modell. Jag skulle även vilja påstå att resultatet av min undersökning kan vara intressant för analytiker, portfölj- och kapitalförvaltare, samt andra som är verksamma inom branschen som till exempel börsmäklare, genom att den ger en ”färsk” och övergripande bild av hur olika aktievärderingsmodeller ser ut idag och hur de tillämpas vid privatplacering.

1.7 Disposition

Kapitel 2 – Metod

I detta kapitel beskrivs och motiveras valet av undersökningsmetod. Vidare redogörs för hur problemet angripits samt hur jag gått tillväga vid datainsamlingen och vilken typ av data som använts.

Kapitel 3 – Teori

I kapitel 3 presenteras de två olika synsätten på aktievärdering. Därefter ges en grundläggande beskrivning och definition av de olika aktievärderingsmodellerna som jag behandlat i uppsatsen. Vidare presenteras den beslutsteori som till viss del kan förklara privatplacernas tankegång kring val av metod eller modell vid värdering av aktier.

Kapitel 4 – Empiri

I detta kapitel presenteras resultatet av mina fem kvalitativa intervjuer. Empirin inleds med bakgrundsfakta om respondenterna. Vidare redogörs resultatet från intervjuerna med koppling till teorin.

Kapitel 5 – Analys och slutsatser

I detta kapitel kommer jag att analysera empiriavsnittet. Jag kommer att analysera de argument som bidrar till att flera av de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte tillämpas vid privatplacering. Vidare försöker jag koppla samman teorin med empirin för att i slutet av kapitlet dra slutsatser av studien.

Kapitel 6 – Förslag till vidare forskning

Här ges förslag till vidare studier som jag funnit intressanta inom ämnet.

2. Metod

I detta kapitel presenteras mitt val av undersökningsmetod samt motiveringen till att jag valde just den metoden. Vidare redogörs för hur problemet angripits och hur jag har gått till väga vid datainsamling och vilken typ av data som använts. Kapitlet avslutas med en presentation av mitt urval angående intervjupersoner och aktievärderingsmodeller.

2.1 Övergripande metod

Det finns olika sätt att göra undersökningar på och resultatet kan variera mycket beroende på exempelvis författarens referensram, vilket perspektiv uppsatsen skrivs ur och beroende på om ett kvantitativt eller kvalitativt angreppssätt används. Vidare finns det två olika metoder som man kan utgå ifrån vid forskningsarbete, deskriptiv och normativ undersökningsmetod. Den deskriptiva undersökningsmetoden innebär att man beskriver och analyserar hur något faktiskt är, medan den normativa undersökningsmetoden innebär att man undersöker och ger förslag på hur något bör göras (Hartman, 2005). Jag har använt mig av den deskriptiva undersökningsmetoden, därför tar uppsatsen upp tidigare studier som gjorts inom ämnet och beskriver vilka aktievärderingsmodeller som används vid privatplacering. I analysen jämförs slutligen min egna undersökning med teorin.

2.1.1 Val av ämne

Eftersom aktieägandet i Sverige har ökat betydligt under det senaste seklet och framförallt under de senaste 20 åren har även intresset för privatplacering ökat (Eklund, 2005). Istället för att ständigt vända sig till analytiker och rådgivare har människor valt att agera och lära sig själva. Det har tidigare gjorts studier om hur aktievärderingsmodeller används inom analytikeryrket och på samma gång har det riktas en del kritik mot dessa modeller. Därför tycker jag att det vore intressant att undersöka vilka av de traditionella aktievärderingsmodellerna används vid privatplacering och samtidigt undersöka de bakomliggande faktorerna till valet utav modell.

2.2 Angreppssätt

2.2.1 Induktion och deduktion

Det finns två olika angreppssätt som används för att relatera teori och empiri med varandra. Den ena är induktion och den andra är deduktion. Vid ett deduktivt angreppssätt utgår man från teorin, undersökningen bygger på teorin och sedan tolkas de empiriska resultaten utifrån de befintliga teorierna. Vid ett induktivt angreppssätt börjar man med att studera forskningsobjektet, det vill säga man utgår ifrån empirin, och därefter dras slutsatser antingen med hjälp av befintliga teorier eller så utvecklas ny teori (Bryman & Bell, 2005).

Min uppsats har ett deduktivt angreppssätt, då jag först har studerat befintliga teorier inom ämnet och utifrån teorierna har jag sedan formulerat mina frågor under intervjuerna. Valet utav angreppssätt var självklart med tanke på studiens problemställning och syfte.

2.2.2 Kvalitativ och kvantitativ metod

Vanligtvis brukar man skilja mellan två olika metodologiska angreppssätt, kvalitativ och kvantitativ metod. Båda metoderna har sina för- och nackdelar, därför måste valet av metod ske utifrån syftet och problemformuleringen i uppsatsen. Den kvantitativa metoden kännetecknas av att den är mer formaliserad och strukturerad än en kvalitativ metod. Här kan man använda sig av olika sätt för att samla in information. Insamlandet av data blir ofta standardiserat eftersom kvantitativ metod oftast tillämpas när undersökningen är bredare och avsikten är att göra jämförelser och dra mer generella slutsatser (Hartman, 2005).

Jag har valt att använda mig av den kvalitativa metoden eftersom den kännetecknas av närhet till källan där informationen hämtas (Hartman, 2005). Genom att använda en kvalitativ metod anser jag att man uppnår en djupare förståelse för det problem som undersöks samtidigt som man får en helhetsbeskrivning av sammanhanget. Samtalsintervjuer med direkt kontakt med personer är exempel på ett kvalitativt angreppssätt och det är också detta angreppssätt jag har valt att använda mig av för att på så sätt få mer djupgående information från respondenterna i min undersökning. Valet av metod grundar sig återigen på studiens problemställning och syfte.

Då syftet med uppsatsen är att undersöka vilka av de traditionella aktievärderingsmodellerna som används vid privatplacering, samt att hitta de bakomliggande faktorerna till valet av modell och dessutom försöka hitta andra faktorer som kan tänkas påverka värderingen, är jag helt övertygad om att jag inte hade kunnat uppnå samma resultat genom att använda mig av en kvantitativ metod. Om jag exempelvis hade valt att använda mig av en standardiserad enkät istället för personliga intervjuer hade jag med största sannolikhet gått miste om djuptingående information som är relevant för syftet med uppsatsen. Därför föll det sig naturligt att använda en kvalitativ metod.

2.2.3 Intervjuteknik

Att göra en samtalsintervju innebär att intervjuaren inte bör hålla sig till standardiserade frågeformulär. Fördelar med samtalsintervjuer är att till exempel många och ofta invecklade frågor kan ställas och att man kan förklara frågor som är oklara. En annan fördel med samtalsintervjuer är att undersökningssituationen påminner om en vardaglig situation, intervjun är flexibel och undersökaren bör inte styra för mycket. Istället bör intervjuaren låta respondentens egna uppfattningar och synpunkter komma fram (Holme & Solvang, 1997).

Det finns två olika strukturtekniker som man kan använda sig utav på intervjuer, den ena är strukturerad och den andra är ostrukturerad. Den strukturerade tekniken bygger på att samma frågor ställs till varje respondent och alla svar kategoriseras i en specifik svarskategori. Den ostrukturerade tekniken för en allmän diskussion kring ämnet (Holme & Solvang, 1997).

För att uppnå syftet med min uppsats behövde jag information som var mer djupgående. Därför ville jag föra en diskussion med respondenterna samtidigt som jag ville att de skulle hålla sig någorlunda till mina frågor. Jag använde mig därmed av en semistrukturerad intervjuform som kännetecknas av att samma frågor ställs till alla respondenter men där frågorna har öppna svarsmöjligheter.

2.3 Praktiskt angreppssätt

När man skall samla in data kan man välja att använda två olika angreppssätt: primär- och sekundär datainsamling. Primärdata är data som författaren själv samlar in för ett bestämt syfte, medan sekundärdata är data som tidigare samlats in av andra personer i andra syften men som ändå kan vara av intresse för senare studier. Det finns för- och nackdelar med båda angreppssätten. Fördelen med primärdata är att den är direkt kopplad till ämnet och nackdelen är att det tar lång tid att skaffa fram denna typ av data. Sekundärdata är, till skillnad från primärdata, väldigt lätt att få tag i och därmed även ett billigt alternativ. Nackdelen är att det kan finnas en risk för feltolkningar av informationen, därför är det viktigt att vara extra kritisk mot sekundärdata (Hartman, 2005).

2.3.1 Primärdata

Primärdatan i min uppsats utgörs av resultatet från fem kvalitativa intervjuer. Under intervjuerna har jag antecknat vad som sagts och sedan sammanfört anteckningarna. Jag har enligt Holme och Solvang (1997) skrivit ut intervjuerna i sin helhet för att få ut så mycket som möjligt av materialet. Sedan har jag följt upp och även kompletterat mina anteckningar, dels via mailkontakt och dels per telefon, för att säkerställa att jag inte har gått miste om viktig information. Eftersom jag har haft möjligheten att efter intervjuerna kontakta respondenterna anser jag inte att en inspelning av intervjuerna var nödvändig.

2.3.2 Sekundärdata

Sekundärdatan utgör grunden för mina teoretiska studier. Sekundärdatan som använts i uppsatsen är i huvudsak hämtad från böcker som behandlar ämnet. Jag har också använt mig av en del forsknings- och tidningsartiklar, samt Internet som har varit till stor hjälp genom olika hemsidor och databaser. Tidigare uppsatser på både kandidat och magisternivå har gett mig inspiration till uppsatsens upplägg.

2.4 Källkritik

Källkritik utgår ifrån antagandet om att allt som står inte behöver vara sant. Om man skall använda sig utav ett material måste man först avgöra hur tillförlitlig det är: Är materialet äkta?

Hur pass tillförlitligt är innehållet? Detta är två frågor som man kan ställa sig. Vidare är reliabilitet och validitet två viktiga mått på källkritik. Reliabiliteten är graden av tillförlitligheten i mätningen medan validiteten mäter om mätningen avser det som skall mätas (Hartman, 2005).

2.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet, eller tillförlitlighet, är ett mått på i vilken utsträckning en undersökning producerar samma eller liknande resultat för en individ vid olika tillfällen (Hartman, 2005). Reliabiliteten i ett material eller i mätningar kan uppskattas genom särskilda tekniker. En hög reliabilitet uppnås om olika undersökningar och mätningar av samma fenomen ger samma eller liknande resultat (Holme & Solvang, 1997).

Eftersom min empiriska data kommer från intervjuer beror reliabiliteten på om respondenterna har talat sanning och varit neutrala i sina svar. Problem kan dessutom uppstå när den insamlade datan skall tolkas. Jag upplever att respondenterna har varit ärliga och neutrala under intervjuerna. För att minimera missförstånd vid tolkningen av datan har jag kontaktat respondenterna ytterligare för att klargöra vad de menat.

2.4.2 Validitet

Validitet är ett mått på om en undersökning mäter det man studerar, det och inget annat. Forskningsmaterialet ska inte bara ha med saken att göra, det ska också finnas en överensstämmelse mellan material och problem (Hartman, 2005). Intervjuerna har utformats på det sätt att den informationen som behövdes för att behandla problemformuleringen erhöles. Därför har undersökningen uppnått en hög validitet.

2.5 Urval

2.5.1 Urval av intervjupersoner

Min undersökning omfattar fem personer som sysslar med privatplacering i aktier. Personerna är olika aktiva på aktiemarknaden, det vill säga vissa handlar ofta och andra mer sällan.

Tanken med detta var att jag ville undersöka en grupp vars handlande varierade, allt från några affärer per år till några affärer i veckan, för att eventuellt se om tankarna kring aktievärderingsmodellerna varierade beroende på hur man handlar.

Utöver handlandet varierar även kunskapen om aktiemarknaden bland respondenterna. Undersökningen omfattar allt från en aktiechef på ett utav Nordeas kontor i Malmö till en studerande vid Växjö Universitet. Rent teoretiskt torde aktiechefen därför ha mer kunskap om aktiemarknaden i förhållande till den studerande. Tanken med denna uppdelning bland respondenterna var att jag ville undersöka en grupp av helt olika individer för att försöka fånga upp så många perspektiv som möjligt vad gäller tankegångarna kring de olika aktievärderingsmodellerna. Det är viktigt att påpeka att även om aktiechefen teoretiskt bör ha mer kunskap om aktiemarknaden i sig finns det inget som säger att denne är mer kunnig inom området ”aktievärdering” eftersom banker i regler, och även Nordea, har en analytikergrupp som arbetar med värdering av aktier och som ger färdiga rekommendationer till förvaltare på övriga kontor inom samma organisation. Det innebär att aktiechefen i detta fall inte arbetar med analys av aktier utan får färdiga rekommendationer från analytikergruppen.

2.5.2 Urval av modeller

Aktievärdering kan ske på många olika sätt men det finns i huvudsak två olika synsätt, fundamental och teknisk analys. I den fundamentala analysen ingår flera olika modeller vid värdering av aktier varav vissa är mer frekventa än andra. Jag har av den anledningen valt att sortera bort vissa modeller för att istället fokusera på sex modeller som nämns mest bland studielitteratur, dessa presenteras mer ingående i det kommande kapitlet som heter Teori. I slutet av teorikapitlet presenteras även den beslutsteori som till viss del kan förklara privatplacernas tankegångar kring valet av metod eller modell vid värdering av aktier.

Förutom de teoretiska modellerna finns det en del andra faktorer som kan påverka värderingen och slutligen är det känslan som tycks vara den helt avgörande faktorn. Dessa faktorer presenteras närmare i det fjärde kapitlet som heter Empiri, men först skall vi redogöra för de teoretiska aktievärderingsmodellerna.

3. Teori

I detta tredje kapitel presenteras en grundläggande beskrivning och definition av de vanligast förekommande aktievärderingsmodellerna. Dessa är indelade i två huvudgrupper, fundamental och teknisk analys. Slutligen presenteras den beslutsteori som till viss del kan förklara privatplaceringarnas tankegångar kring val av metod eller modell vid aktievärdering.

3.1 Inledande teori

Hur aktier värderas förändras med tiden och likaså på vad som anses vara viktigt. Att försöka förutspå framtiden genom användandet av värderingsmodeller har varit populärt i många år. Genom historien har det flesta modellerna som använts givit felberäkningar och därför har man i efterhand modifierat de modeller som givit fel prognoser och på så sätt utvecklat dem vidare.

Aktievärdering kan ske på många olika sätt. Det finns i huvudsak två olika synsätt, fundamental och teknisk analys. Vid den fundamentala analysen analyseras företagets fullständiga finansiella situation och därefter uppskattas en motiverad aktiekurs. Den tekniska analysen tittar istället på mönster i tidigare kursrörelser och försöker på detta sättet hitta trender och tendenser om vart kursen är på väg (Gitman, Joehnk, Juchau, Wheldon & Wright, 2004).

Denna uppsats tar upp både den fundamentala och den tekniska analysen. I den fundamentala analysen ingår flera olika modeller vid värdering av aktier, vissa mer frekventa än andra. Jag har av den anledningen valt att sortera bort vissa modeller för att istället fokusera på sex modeller som nämns mest bland studielitteratur. Dessa modeller är tematiskt indelade i fundamental respektive teknisk analys. Vidare i uppsatsen presenteras först och främst de modeller som tillhör den fundamentala analysen och sedan presenteras också den tekniska analysen. Modellerna som uppsatsen tar upp är följande:

- | | |
|---------------------------------|--|
| 1a. Kassaflödesvärdering, | 1d. P/E-talsvärdering, |
| 1b. Utdelningstillväxtmodellen, | 1e. Capital Asset Pricing Model (CAPM) |
| 1c. Substansvärdering, | 2. Teknisk analys. |

3.2 Fundamental analys

Den fundamentala tekniken kring aktievärdering uppstod efter den stora börskraschen 1929, då analytiker försökte hitta ett nytt sätt att värdera på. David Dodds och Benjamin Graham lyckades skapa en ny metod som de sedan presenterade i sin bok "Security analysis" som släppte 1934. Dodds och Grahams modeller och tankesätt står till grund för de modeller som används av analytiker än idag (Fundamentalanalys.se, 2008).

Att genomföra en fundamental analys innebär i princip att en företagsvärdering i någon form genomförs. Den fundamentala analysen kan ses som raka motsatsen till den tekniska analysen som går ut på att analysera marknadens förväntningar och trender för att på så sätt försöka förutspå marknadens nästa steg. Med fundamental analys avser man bedömning av ett företags aktiekurs på grundval av uppgifter om företaget – dess vinst och vinstutsikter, utdelning och bedömning av framtida utdelning, storleken av eget kapital, kassaflöden, marknadssituation, konkurrensfördelar, starka och svaga sidor, företagsavdelning osv. (Hansson, 2007). Vissa menar att den fundamentala analysen är grundstenen i all investering, tack vare att utbudet av investeringsmodeller inom den fundamentala analysen är så pass många. Om man klarar av att behärska den fundamentala analysen, behärskar man även marknaden (Fundamentalanalys.se, 2008).

En utav de investeringsmodeller som finns inom den fundamentala analysen bygger på ett företags kassaflöden, modellen kallas av den anledningen för kassaflödesvärdering. Kassaflödesvärdering är den första av de sex olika modellerna som presenteras i denna uppsats.

3.2.1 Kassaflödesvärdering

Kassaflödesvärdering, eller diskonterat cash-flow (DCF), är en modell för värdering av aktier som utvecklades i USA i mitten på 1980-talet. Vid kassaflödesvärdering fokuseras de kassaflöden som företaget genererar till sina ägare. I kassaflödesvärdering har kassabegreppet en vidare betydelse än enbart mynt och sedlar. Här tar man även upp alla likvida omsättningar såsom banktillgodohavanden, postgiro och kortfristiga likvida placeringar, som snabbt kan konverteras till kassa.

Företagets kassaflöde kan ses som det maximala belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt. Det innebär att det är det belopp som finns kvar då företaget har fullgjort sina åtaganden och eventuellt genomfört nödvändiga investeringar (Nilsson, et., al, 2002).

Kassaflödesvärdering bygger i grund och botten på att ett företags värde ges av dess förmåga att generera cash-flow över tiden. Själva modellen är baserad på traditionell ekonomisk teori om nuvärde, pengar idag är värda mer än pengar i framtiden, och går ut på att värdet på en tillgång är lika med summan av alla framtida cash-flow som genereras av tillgången diskonterade till ett nuvärde. Att diskontera innebär att räkna tillbaka det framtida värdet till ett nuvärde med hjälp av en diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktorn speglar det avkastningskrav som investeraren ställer på tillgången. Detta innebär att diskonteringsfaktorn även fungerar som en riskfaktor, där den är hög vid hög risk och låg vid låg risk. Om en investering har hög risk kräver investeraren ett högre avkastningskrav för att kompensera för den ökade risken och vice versa (Wramsby & Österlund, 2004). På detta följer att en tillgångs värde endast kan förändras på två olika sätt. Antingen genom att antagandet om framtida cash-flow förändras eller genom att investerarens avkastningskrav på tillgången förändras. Den generella formeln ser ut så här:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad \text{där,}$$

P_0 = Nuvärde av prognosperiodens kassaflöden

n = Prognosperiodens längd i år

CF_t = Kassaflöden vid period t

r = Diskonteringsfaktor som reflekterar kassaflödets risknivå

Av formeln framgår det att nuvärdet av kassaflödet, P_0 , är beroende av värdet på de olika kassaflöden som investeringen genererat vid de olika tidpunkterna, CF_t , prognosperiodens längd i år, n , samt det totala kapitalets avkastningskrav, r . Om allt annat är lika ökar nuvärdet, P_0 , antingen om prognosperiodens kassaflöden blir högre eller om diskonteringsfaktorn sätts lägre.

För att uppskatta ett företags förmåga att generera cash-flow brukar man börja med att göra historiska analyser. Dessa används sedan som bas när man skall göra prognoser på framtida cash-flow. Det finns en mängd olika metoder som används för att omvandla företags redovisningsdata till kassaflödesdata och därigenom beräkna fritt kassaflöde, antingen till företaget (FKFF) eller till aktieägarna beroende på om det är aktievärdet eller företagsvärdet som skall uppskattas. Ett företags Free Cash-Flow (FCF) kan beräknas på följande sätt:

Nettoresultat (årets resultat)	
+ Avskrivningar	
- Ökning kundfordringar	
- Ökning varulager	
- Ökning av övriga rörelsekapitalpåverkande kortfristiga skulder	
+ Ökning i leverantörsskulder och andra icke räntebärande kortfristiga skulder	
+ Ökning i uppskjuten skatt	
+ Räntekostnad efter skatt	
= Rörelsegenererat kassaflöde	
	➔
	- Investeringar i materiella anläggningstillgångar
	- Investeringar i icke materiella anläggningstillgångar
	- Nettoökning övriga anläggningstillgångar
	= Fritt kassaflöde till företaget (aktieägare och långivare)
	+ Ökning långfristiga lån
	- Räntekostnad efter skatt
	= Fritt kassaflöde till aktieägarna

Figur 2 – Källa: Nilsson, et., al, 2002;253,254.

Det finns alltså två olika typer av cash-flow. Dels är det cash-flow som är rörelsegenererat, dels cash-flow som är relaterat till investeringar. I uppställningen framgår det också att det framförallt finns tre poster som måste beaktas vid beräkning av kassaflödet utifrån nettovinsten, nämligen:

1. företags avskrivningar,
2. företags investeringar i anläggningstillgångar, och
3. rörelsekapitalbehov.

Kassaflödesvärdering som aktievärderingsmodell är lättast att tillämpa på företag som har positivt och relativt konstant kassaflöde. Fördelen är att det blir lättare att prognostisera företags framtida kassaflöde. Tillämpningen av kassaflödesvärdering är mindre passande på cykliska företag, vars vinster och kassaflöden tenderar att följa samhällsekonomin, öka i högkonjunkturer och minska i lågkonjunkturer. Analytikerna får det på så sätt väldigt svårt att

prognostisera framtida kassaflöden och även göra antaganden om när konjunkturen skall vända upp igen. Kassaflödesvärderings som aktievärderingsmodell är också svår att tillämpa på företag som gör stora omstruktureringar. Svårigheten ligger i att förutsäga framtida kassaflöden om företaget köper eller säljer av tillgångar som genererar kassaflöden, ändrar utdelningspolicy eller förändrar kapitalstrukturen (Nilsson, et., al, 2002).

3.2.2 Utdelningstillväxtmodellen (Gordons tillväxtmodell)

Utdelningstillväxtmodellen kallas också, efter dess upphovsman, Gordons tillväxtmodell eller Gordons formel. Precis som namnet antyder utgår modellen ifrån att det är utdelningarna som är det relevanta avkastningsmättet för en beräkning av aktiens värde (Nilsson, et., al, 2002). Det finns en positiv korrelation mellan den utdelning som företaget betalar till aktieägarna och priset på aktien. Om utdelningen höjs skall också priset på aktien stiga. Därför menar Faseruk (2008) och Hansson (2007) att det är av största vikt att ta hänsyn till storleken på utdelningen då man skall värdera priset på aktier.

$$V_a = \frac{D_1}{r_e - g}$$

där,

V_a = Aktiens värde

D_1 = Förväntad utdelning/aktie nästkommande år

r_e = Aktieägarnas avkastningskrav

g = Årlig tillväxttakt i utdelningarna

(Nilsson, et., al, 2002;260)

Utdelningstillväxtmodellen, Gordons tillväxtmodell, baseras på en prognos av utdelningen om ett år. I modellen förutsätts även att ett företag har en konstant tillväxt på sina framtida aktieutdelningar. Vidare antas företagets utdelningsandel vara konstant, likaså utdelningstillväxten och vinsttillväxten (Nilsson, et., al, 2002). Detta antagande är något problematiskt eftersom styrelsen beslutar hur stor utdelningen kommer att bli från år till år även om en underliggande policy kan finnas i företaget om hur stor utdelningen egentligen skall vara.

Enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) är Gordons utdelningsrelaterade tillväxtmodell tillämpbar på företag som befinner sig i ett stabilt tillstånd. Med ett stabilt tillstånd menas att företagets aktieutdelningar förväntas öka med en stabil tillväxttakt under en lång period. Modellen är inte lika användbar för värdering av företag som inte förväntas ha en stadig tillväxttakt i sina utdelningar. Detta medför en begräsning i modellens användbarhet. Genom modellens konstruktion är även skattningarna av värdet mycket känsliga för antagandena om diskonteringsränta och utdelningstillväxt. Om modellen skall generera realistiska värden får inte det procentuella tillväxtantagandet överstiga den förväntade tillväxten i ekonomin med mer än 1-3 procentenheter.

Utdelningsrelaterade värderingsmodeller brukar ofta få kritik för att värdet på företaget ofta blir för lågt genom att enbart se till aktieutdelningen. På lång sikt är det inte heller möjligt att göra tillförlitliga prognoser på företagets aktieutdelning. Dessutom ser inte många investerare till utdelningen då de står i valet om att köpa en aktie; många andra faktorer kan ofta spela en betydligt större roll. Vidare konstaterar Bernard (1995) i sin studie att den faktiska utdelningen endast kan förklara 29 procent av de variationer i marknadspris som observeras. Detta indikerar att modellen inte bör användas enskilt utan bör snarare ses som ett komplement till andra värderingsmodeller.

3.2.3 Substansvärdering

Att mäta ett företags substansvärde är ett annat sätt att beräkna vad aktiepriset teoretiskt ska vara. Med substansvärde menas det kapital som finns investerat i bolaget, skillnaden mellan tillgångar och skulder. Beräkningen av ett företags substansvärde görs enklast genom att man från värdet av företagets tillgångar drar värdet av företagets skulder enligt nedanstående modell:

+ Tillgångarnas värde

- Skuldernas värde

= Substansvärde

(Larsson, 2008;311)

Enligt balansräkningens ekvation är:

Tillgångar = Skulder + Eget kapital

Vilket också innebär att:

Tillgångar – Skulder = Eget kapital.

Därför motsvaras substansvärdet också av företagets egna kapital (Nilsson, et., al, 2002). När man har räknat ut substansvärdet delar man det med antalet aktier för att på så sätt få ett pris på dessa. Aktiepriset räknas således ut på följande sätt:

$$\text{Aktiepris} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Antalet aktier}}$$

Ett problem som uppstår vid substansvärdering är att bokförda värden sällan är desamma som verkliga värden. Det är naturligtvis det verkliga värdet som är av intresse och inte det bokförda värdet, därför måste tillgångarnas och skuldernas verkliga värde fastställas innan man kan beräkna ett korrekt substansvärde (Nilsson, et., al, 2002). Detta innebär att de dolda reserver som finns i företaget upplöses. När tillgångarna realiserar över sitt bokförda värde uppstår en realisationsvinst, därför bör man ta hänsyn till skatteeffekterna på eventuella realisationsvinster vid beräkning av substansvärde.

Ett annat problem med denna teori är att den endast baseras på företagets tillgångar och värden, och ingen hänsyn tas till faktorer som tillväxt och möjlighet till framtida vinster. Därför speglar substansvärdet egentligen bara nuläget och används av den anledningen bara på små personberoende företag (Planguide.se, 2007).

3.2.4 P/E-talsvärdering

Nyckeltal används huvudsakligen med två syften. Dels för att jämföra olika företag, främst då i samma bransch, dels för att jämföra ett specifikt företags utveckling över tid. Det finns en mängd olika nyckeltal som används och utifrån dessa försöker man sedan skatta möjligheten för framtida vinster.

Ett företags lönsamhet tar sig direkt uttryck i vinst per aktie. Ett mycket använt mått för att bedöma aktier är P/E-talet. P/E står för Price/Earnings och visar alltså företagets aktiekurs (price) i förhållande till företagets vinst per aktie (earnings per share) (Hansson, 2007).

Ett mycket snabbt och enkelt sätt att använda P/E-talet är att jämföra det med företagets historiska P/E-tal för att se om aktien för tillfället är över- eller undervärderad (Haskel, 2005). P/E-talet kan således ge en antydning om aktien har gått ned eller upp oförtjänat mycket till exempel på grund av tillfälligt stort utbud respektive efterfrågan (Hansson, 2007).

När det gäller att hitta aktier som enligt P/E-tals värdering skall vara bra köp gäller det dock att se upp. Låga P/E-tal kan ses som en varning. Bakgrunden till låga P/E-tal är i första hand att aktiemarknaden bedömer sådana företags möjligheter att behålla och öka sina vinster som mindre än vad gäller företag med höga P/E-tal. För att bedöma vilket P/E-tal som är acceptabelt måste man därför försöka göra en framtidsbedömning av företagets konkurrenssituation, effektivitet, nya produkter och tjänster etc, för att på så sätt komma fram till en vinstprognos för några år framåt (Hansson, 2007).

Företag med högre tillväxttakt i vinst och utdelning har i allmänhet högre P/E-tal, aktiemarknaden ser mer optimistiskt på företagets framtid. Däremot innebär aktier med höga P/E-tal ett betydande risktagande. Även låga P/E-tal innebär någon form av risktagande men också en chans till bra avkastning om aktiemarknadens syn på företagets framtid förändras (Hansson, 2007).

P/E-talet är ett bra mått för att se om ett företag är över eller undervärderat, men detta värderingssätt har som de flesta nyckeltal även en del brister. Användbarheten av P/E-talet som värdemätare av ett företags aktier kan diskuteras då hela teorin bygger på att studera faktiska resultat och därmed utelämnas en del faktorer som ändå kan ses som stora resurser för företaget. Dessa resurser kan till exempel utgöras av stor kunskap hos både personal och ledning samt andra immateriella tillgångar som företaget besitter.

Till skillnad från tidigare modeller vill jag även poängtera de positiva aspekterna med P/E-talsvärdering. P/E-talsvärdering är förhållandevis enkelt att genomföra och inte lika tidkrävande som exempelvis kassaflödesvärdering och Gordons tillväxtmodell. Det går relativt snabbt och enkelt att bilda sig en egen uppfattning om ett företags nuvarande situation och lika snabbt jämföra den mot de historiska värdena på denna variabel som företaget haft (Keun Yoo, 2006).

3.2.5 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Harry M. Markowitz' presenterade sin portföljvalsteori i mitten av 1950-talet genom sin artikel "Portfolio Selection". Idén var att förmögenhetsförvaltare skulle kunna tillämpa teorin och på bästa sätt göra placeringar i tillgångar i relation till både förväntad avkastning och risk. Markovitz' teori utvecklades sedan av William Sharpe, 1964, och John Lintner, 1965, helt oberoende av varandra, och stod till grund för den så kallade Capital Asset Pricing Model (Wrmsby & Österlund, 2004).

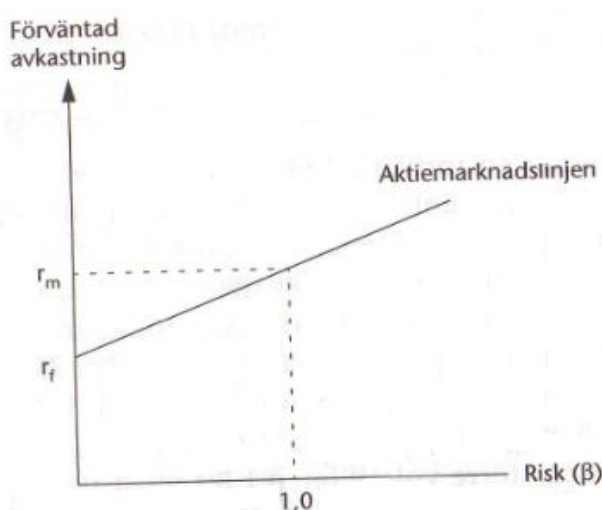
CAPM är en teoretisk modell som används vid prissättning av finansiella tillgångar i jämvikt, dvs. när utbudet är lika med efterfrågan (Nilsson, et., al, 2002). CAPM binder samman avkastning, risk och jämviktspriser och beskriver det samband som finns mellan avkastning och risk. Enligt CAPM föreligger en viss skillnad mellan en akties unika risk och den risk som finns på aktiemarknaden. Den unika risken är enligt CAPM osystematisk och företagsspecifik och kan differentieras bort till skillnad från marknadsrisken som betraktas som en systematisk icke-differentierbar risk. Då den osystematiska risken i teorin kan elimineras genom att investeraren håller en fullständigt diversifierad portfölj av tillgångar, är det endast den systematiska risken som kvarstår i CAPM (Nilsson, et., al, 2002).

Den osystematiska risken betecknas som aktiens betavärde, β . Betavärdet anger hur avkastningen på ett företags aktier varierar i förhållande till marknadsportföljens avkastningskrav (Wrmsby & Österlund, 2004). Marknadsportföljen har per definition ett betavärde som är lika med 1. En tillgång vars svängningar motsvarar marknads exakta svängningar har således samma betavärde, $\beta = 1$, som marknadsportföljen. Om den finansiella tillgången i fråga har ett betavärde som är större än 1, $\beta > 1$, är den alltså mer riskfylld och reagerar kraftigare än genomsnittet på förändringarna i marknaden som helhet. Då betavärdet är lika med noll, $\beta = 0$, är investeringen riskfri. Betavärdet varierar utifrån tre övergripande faktorer, nämligen:

1. Typ av produkt eller tjänst som företaget säljer.
2. Rörelserisk.
3. Finansiell risk.

Det går även att räkna ut betavärdet på egen hand, men betavärden publiceras i tabellverk över aktiemarknaden och är alltså lätt tillgängliga. En korrekt beräkning tar hänsyn till både kursförändringar och utdelning som lämnats och baseras på ett antal perioder (Hansson, 2007).

Enligt CAPM existerar det ett linjärt förhållande mellan den förväntade avkastningen på en tillgång och dess risk (Nilsson, et., al, 2002). Detta innebär att det inte går att öka en tillgångs avkastning utan att samtidigt öka dess risk. Detta förhållande kan illustreras på följande sätt:



Figur 3 – Källa: Nilsson, et., al, 2002;228.

Den traditionella formeln för CAPM innebär att aktiens förväntade avkastning är en funktion av den riskfria räntan med tillägg för aktiens riskpremie. CAPM-formeln skrivs:

$$E_{(r)} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Där, $E_{(r)}$ = förväntad avkastning

β = betavärdet

r_f = den riskfria räntan

r_m = marknadsportföljens avkastning

(Nilsson, et., al, 2002;230)

Den förväntade avkastningen på en tillgång motsvaras alltså av summan av de två termerna, den riskfria räntan, r_f , och tillgångens systematiska risk multiplicerat med marknadens riskpremium, $\beta(r_m - r_f)$. Den senare delen av de två termerna motsvarar den kompensation som investeraren får i form av högre förväntad avkastning som genereras av den ökade riskbenägenheten i tillgången.

Den riskfria räntan antas vanligtvis vara densamma som räntan på ett räntebärande statspapper med kort (statsskuldsväxel) eller lång (statsobligation) löptid. Det teoretiskt mest riktiga är dock att använda räntan på en nollkupongobligation, en obligation där räntan reinvesteras kontinuerligt för att sedan utbetalas på (Nilsson, et., al, 2002). Förutom en skattning av den riskfria räntan krävs det även en skattning av marknadens riskpremie.

Teoretiskt sett är riskpremien den premie som investerare kräver för att investera i en tillgång med genomsnittlig risk, dvs. marknadsportföljen, relativt till att investera i den riskfria tillgången. Denna riskpremie brukar vanligtvis fastställas genom tre olika metoder. Den första metoden bygger på att ett stort antal investerare tillfrågas om vilken riskpremie som de anser vara relevant och sedan används genomsnittet i svaren som riskpremie. Den andra metoden är den mest tillämpade för skattning av riskpremien. Här beräknas riskpremien utifrån historisk data. Denna ansats bygger på ett antagande om att den förväntade riskpremien är densamma som den historiska. Utifrån den tredje och sista metoden skattas riskpremien utifrån dagens aktiekurser med en diskonteringsmodell, exempelvis med utdelningstillväxtmodellen som presenterades tidigare.

CAPM är en av de teorier som har fått störst genomslag inom modern prissättningsteori och tillsammans med Markowitz' portföljvalsteori bildar stommen i läroböcker inom finansiell ekonomi runt om i världen. Bland forskare och praktiker har det däremot debatterats flitigt om det verkligen är möjligt att beskriva avkastning och risk utifrån det enkla sambandet som CAPM modellerar. Några punkter som framförallt diskuterats är:

- Modellen baseras på orealistiska antagande.
- Modellens parametrar kan inte skattas med exakthet.
- Modellen fungerar inte väl.

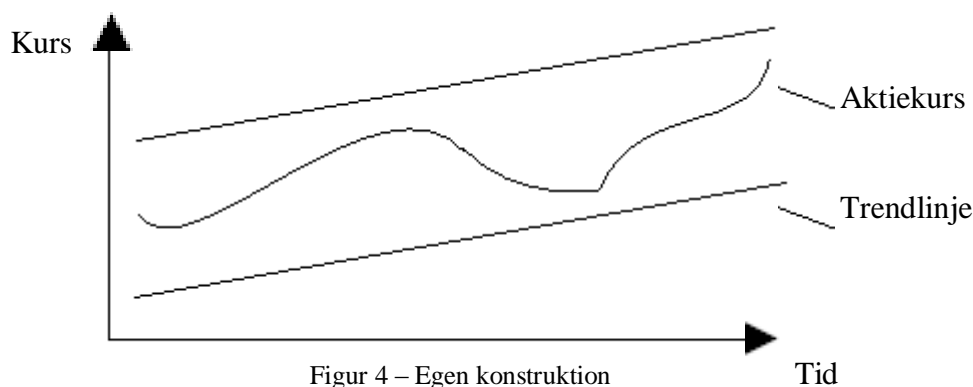
CAPM utgår exempelvis ifrån att aktörerna har homogena förväntningar om tillgångarnas avkastning, risk och samvariation i avkastning. Deras beslut baseras endast på dessa förväntningar. CAPM förutsätter dessutom att aktörerna har identiska placeringshorisonter, vilket generellt kan ses som att de har samma långsiktiga syfte med sin placering.

Vidare baseras CAPM på antaganden om att det är möjligt att låna obegränsade mängder pengar till riskfri ränta och att det är möjligt att blanka alla tillgångar, dvs. sälja aktier som man inte äger men har lånat av någon. Teorin har också kritiserats för att den använder sig av begreppet marknadsportföljen, ett begrepp som bara kan existera i teorin. I verkligheten existerar bara ett index av aktier som ett mått på marknadsportföljen (Nilsson, et., al, 2002).

3.3 Teknisk analys

Teknisk analys som värderingsmetod har använts i mer än 100 år och den har utvecklats kontinuerligt fram till idag. Metoden utvecklades från början av amerikanen Charles Dow (Hansson & Tedin, 2007). Grundidén bakom teknisk analys bygger på en tro om att historien upprepar sig och används för att förutsäga aktiekurser baserat på tidigare kända kurser. Genom att hitta mönster som upprepar sig försöker man med teknisk analys förutsäga framtida kurser. Ju fler signaler som indikerar en viss trend eller riktning, desto högre sannolikhet för en korrekt analys av marknadsläget. Den allmänna uppfattningen är att kursutvecklingen igår kan ge en fingervisning om utvecklingen imorgon (Nilsson, et., al, 2002).

Inom teknisk analys finns det olika analysmodeller att utgå ifrån när man värderar aktier. Många av dessa modeller utgår ifrån studier av aktiediagram där syftet är att hitta information som indikerar att aktien antingen är övervärderad eller undervärderad. För att kunna tillämpa teknisk analys måste företaget vara börsnoterat eftersom denna metod förutsätter tillgång till data över historiska aktiekurser (Nilsson, et., al, 2002).



Figur 4 – Egen konstruktion

Aktier och aktiemarknaden styrs i grund och botten av aktörerna på marknaden. Hansson och Tedin (2007) säger att förespråkare till teknisk analys menar på att det är människornas psyke, förväntningar och förhoppningar, samt förmodanden som påverkar aktiekurserna snarare än resultatet av grundläggande ekonomiska bedömningar. Ett utav argumenten till att teknisk analys verkligen fungerar är att aktiemarknaden inte är en effektiv marknad, vilket motsäger den effektiva marknadshypotesen (se 1.2 Problemdiskussion). Alla aktörer får inte tillgång till samma information samtidigt, vidare tar aktörerna olika lång tid på sig för att utvärdera den nya informationen. Dessutom agerar inte samliga aktörer rationellt utan låter starka känslor ta över kontrollen som i många fall resulterar i panikförsäljningar. Ett exempel på detta skulle kunna tänkas vara den nuvarande kreditkrisen i Grekland. På grund av de negativa impulserna från media angående situationen i Grekland rasade bland annat den Svenska börsen med flera procent per dag i början av maj (DN.se, 2010). Många aktörer förlorade förtroende för marknaden och inväntade en ny kris. Därför sålde många aktörer sina värdepapper samtidigt, vilket resulterade i ett kraftigt börsfall. Vidare har den tekniska analysen visat sig fungera bäst på kort sikt medan den är mindre lämplig att tillämpa på längre sikt (Nilsson, et., al, 2002).

3.4 En kort sammanfattning

Jag har hittills under detta teorikapitel presenterat ett flertal aktievärderingsmodeller, en modell bygger på kassaflöden, en annan på substans och betavärden, sedan finns det även de modeller som bygger på historiska aktievärden. Vidare i rapporten presenteras den beslutsteori som till viss del kan förklara privatplaceringarnas tankegång kring val av metod eller modell vid värdering av aktier.

3.5 Beslut

Även om det finns ett flertal avancerade teoretiska aktievärderingsmodeller att välja bland vid privatplacering väger traditionellt beslutsfattande minst lika mycket som de teoretiska modellerna. Beslutsfattande bygger i grund och botten på att fatta det beslut som är mest fördelaktigt för ändamålet vilket i detta fall innebär valet av aktier. Det finns en rad olika typer av teorier och modeller för att hjälpa individen att fatta det mest fördelaktiga beslutet givet just den individens ändamål (Hansson, 2005). Den teori som jag har valt att fokusera på bland de traditionella beslutsteorierna är *Economic man*.

3.5.1 Economic man (Traditionell beslutsteori)

Teorierna om beslutsprocesser har sitt ursprung inom normativa beslutsteorier som handlar om hur beslut bör fattas och består av en mall som beskriver hur beslutsfattaren på bästa sätt fattar rationella beslut (Hansson, 2005). Modellen utgår ifrån att beslutsfattaren skall dela upp beslutsprocessen i olika delar där den första delen är upplevelsen av problemet, det vill säga valet av aktie. Detta inledande steg följs av sökande av handlingsalternativ som kan bidra till att lösa problemet. Dessa handlingsalternativ värderas sedan utifrån deras konsekvenser, därefter följer själva valet av alternativ som bäst löser problemet. Den traditionella beslutsmodellen betraktar således beslutet som en problemlösning (Hansson, 2005).

Economic man har vuxit fram inom nationalekonomin för att analysera marknadsbeteenden. Detta medför att teorin om economic man måste uppfylla fem antaganden gällande rationellt beteende. Dessa fem antaganden är (Bakka et., al, 2001).

1. Beslutsfattaren kan alltid fatta ett beslut när hon har olika alternativ att välja bland.
2. Beslutsfattaren rangordnar alternativens konsekvenser genom hjälp av hennes preferensskala.
3. Beslutsfattaren har transitiva preferenser.
4. Beslutsfattaren väljer alltid det alternativ som maximerar nyttan.
5. Beslutsfattaren skulle välja samma alternativ igen om samma situation skulle upprepa sig.

Dessa fem antaganden förutsätter ett stort antal kvaliteter hos individen som alla inte är trovärdiga. Att economic man har transitiva preferenser innebär att beslutsfattaren kan värdera alla de olika handlingsalternativen mot varandra (Hansson, 2005). Detta innebär att beslutsfattaren måste ha full kunskap om samtliga alternativ och dess konsekvenser vilket i verkligheten ter sig orealistiskt (Bakka et., al, 2001), framförallt vid aktievärdering då det praktiskt taget är omöjligt att förutse vad som kommer att ske på aktiemarknaden då marknaden är känslig och reagerar mer eller mindre på all ny information. Det innebär också att beslutsfattaren, som i det här fallet är privatplaceraren, har fullständig kunskap om samtliga aktievärderingsmodeller och konsekvenserna av dem, vilket är högst osannolikt.

Enligt teorin påverkas beslutsfattaren inte heller av några psykologiska eller sociologiska faktorer och beslutsfattarens tolkning av informationen är alltid densamma (Bakka et., al, 2001). Även detta antagande är orealistiskt ur ett aktievärderingsperspektiv eftersom vi lever i ett samhälle som präglas av media. Under det senaste året har nyheterna handlat om finanskrisen vilket naturligtvis bidrar till negativa tankegångar om vad som sker i samhället som i sin tur skapar oro inom oss och på så sätt kommer de psykologiska och sociologiska faktorerna att påverka beslutsfattaren. Vi riskerar i det läget att handla utifrån den bild som ges av medierna, en bild som i själva verket kanske skiljer sig starkt ifrån den verkliga, istället för att överväga samtliga handlingsalternativ.

Jag har nu presenterat den beslutsteori som till viss del kan förklara privatplacernas tankegång kring val av metod eller modell vid värdering av aktier. Vidare i rapporten presenteras resultatet från mina kvalitativa intervjuer. Det intressanta under empiriavsnitten blir att uppfatta om dessa aktievärderingsmodeller används vid privatplacering eller om privatplacere väljer andra tekniker vid värdering. Dessutom blir det intressant att hitta de bakomliggande orsakerna till valet av modell.

4. Empiri

I detta kapitel redovisas de resultat som jag har erhållit från mina fem kvalitativa intervjuer. Jag börjar med att presentera bakgrundsfakta över respondenterna, därefter presenterar jag respondenternas tankar om de olika aktievärderingsmodellerna samt hur de används vid privatplacering och vilka de bakomliggande orsakerna till valet av modell är.

4.1 Bakgrundsfakta

Min undersökning omfattar fem personer som sysslar med privatplacering i aktier. Personerna är olika aktiva på aktiemarknaden, det vill säga vissa handlar ofta och andra mer sällan. Tanken med detta var att jag ville undersöka en grupp vars handlande varierade, allt från några affärer per år till några affärer i veckan, för att eventuellt se om tankarna kring aktievärderingsmodellerna varierade beroende på hur man handlar.

Undersökningen omfattar Anders Billerstam, certifierad privatrådgivare på Sparbanken i Karlshamn, Björn-Ove Lindén, ansvarig för strategiska inköp på Eriksson, Jesper Fristedt, studerande vid Växjö Universitet, Mattias Larsson, egenföretagare inom redovisningsbranschen samt Lars Persson som är aktiechef på ett utav Nordeas kontor i Malmö.

Billerstam har ägt aktier sedan 2001. För tillfället handlar han väldigt lite eftersom det är så pass oroligt på aktiemarknaden, annars brukar det variera mellan fem och tio affärer om året. Lindén köpte sina första aktier år 1987, men inte förrän på 1990-talet blev han riktigt intresserad. Idag handlar han olika beroende på hur det ser ut på aktiemarknaden men i regel gör han några affärer i månaden. Fristedt har ägt aktier sedan han var liten men sen två och ett halvt år tillbaka har han förvaltat sitt kapital helt själv. Idag är han väldigt aktiv på marknaden och gör flera affärer i veckan. Persson köpte sina första aktier för ungefär 25 år sedan och har varit olika aktiv sedan dess. Idag handlar han väldigt sparsamt eftersom hans yrke betvingar honom till att rapportera varje affär. Larsson har ägt aktier i ungefär 15 år och idag handlar han vanligtvis ett par gånger i månaden.

4.2 Disposition av kapitlet

Resultatet av min undersökning visar att det är helt uppenbart att alla teoretiska aktievärderingsmodeller inte tillämpas vid privatplacering. Det är i huvudsak endast två modeller som placerarna använder sig av, fyra modeller används väldigt sparsamt eller ingenting alls, därför har jag delat in aktievärderingsmodellerna i två grupper beroende på om de tillämpas eller ej. Först presenteras den grupp som utgörs av aktievärderingsmodeller som tillämpas vid privatplacering därefter presenteras den grupp som utgörs av modeller som inte tillämpas vid privatplacering.

Förutom de tidigare nämnda aktievärderingsmodellerna visar resultatet av min undersökning att samtliga respondenter även tar hänsyn till andra faktorer vid värdering av aktier som kan kopplas samman till den traditionella beslutsteorin, economic man. De tre huvudsakliga faktorerna som samtliga respondenter anser vara viktiga är; bransch, produkt och media. Utöver dessa tre faktorer representerar "känslan" den absolut avgörande faktorn. Dessa faktorer presenteras i slutet av detta kapitel.

4.3 Modeller som tillämpas

4.3.1 P/E-talsvärdering

Enligt resultatet av min undersökning är P/E-talsvärdering den modell som används allra mest bland de teoretiska modellerna som presenterades tidigare. Respondenterna är eniga om modellens användbarhet och samtliga använder sig av modellen på samma sätt som den beskrivs i teorin. Billerstam räknar ibland ut egna P/E-tal i enlighet med teorin men allt som oftast tittar han på redan befintliga värden. Vidare är Lindén väldigt förtjust i P/E-talsvärdering eftersom formeln är så pass enkel att använda. *"Även om du inte vet något om företaget kan du titta på P/E-talet idag och några år bakåt i tiden och på så sätt få ett hum om hur det går för företaget."* Lindén hävdar att P/E-talet ger en bra inblick i hur det går för företaget och hur det kan gå i framtiden, men han påpekar även att man måste jämföra P/E-tal inom samma bransch, annars kan P/E-talet bli missvisande om inte helt värdelöst, samtidigt måste man komplettera P/E-talsvärdering med andra värderingsmetoder för bästa resultat.

Fristedt stödjer Lindéns påståenden och räknar själv ut egna P/E-tal men oftast tittar han på befintliga värden och sedan kompletterar han dessa med andra värderingsmetoder vid behov. *”Jag slänger ett öga på hurdant P/E-talet ligger, är det lågt kanske det är ett ytterliggare argument för att jag ska köpa, om det är högt så kanske jag söker andra argument för att köpa.”*. Larsson har ungefär samma synsätt, han tittar på historiska P/E-tal och ser helst att P/E-talet är lågt vid köptillfället. *”Tittar du på en bransch så vill du helst inte att det ska ligga i överkant gentemot branschen.”*.

Persson hävdar att P/E-talet måste jämföras och ställas emot flera andra faktorer för att det ska vara användbart vid aktievärdering. *”Man måste titta på eget kapital, vinsttillväxten och liknande faktorer i kombination med P/E-talet, då blir den faktorn viktig, men det går inte att bara titta på P/E-talet.”*. Vidare hävdar Persson att om man tittar på historiska P/E-tal kan man dra egna slutsatser men man får absolut inte glömma att jämföra med räntenivåerna. Han påpekar även att man måste titta efter avvikelser i P/E-talet i relation till nyckeltal från balansräkningen. Om man använder sig av P/E-talet på detta sätt kan man få många tillförlitliga mått.

4.3.2 Teknisk analys

Teknisk analys är enligt resultatet av min undersökning den metod som tillämpas mest efter P/E-talsvärdering. Respondenterna är eniga om att teknisk analys är en metod som man absolut ska använda vid aktievärdering, däremot är det ingen av respondenterna som använder avancerade tekniska analyser eftersom dessa tenderar till att vara lite för komplicerade och oftast behövs det speciella program för att kunna utföra de mer avancerade analyserna. Samtliga respondenter använder sig av metoden i form av att alla tittar på historiska börsvärden och brytpunkterna i olika grafer och försöker analysera dessa så gott det går.

Lindén hävdar att teknisk analys är ett fantastiskt bra sätt att få reda på hur det har varit, men han anser att han inte får ut särskilt mycket av metoden vad gäller den framtida utvecklingen. Han menar att brytpunkterna blir svåra att tajma oavsett om man använder sig av teknisk analys eller ej, däremot hävdar han att daytraders har större nytta av metoden. *”Jag kan mycket väl tänka mig att metoden är mer användbar för daytraders eftersom de handlar i ett*

kortsiktigt perspektiv, men i min värld är teknisk analys endast ett perfekt redskap på historiska värden eftersom metoden inte säger mig så mycket om vad som sker i framtiden.”.

Fristedt tror, precis som Lindén, att teknisk analys används i större utsträckning av daytraders eftersom de måste vara mer aktiva och ha koll på marknaden då deras handlande är mer kortsiktigt. Fristedt tittar själv på historiska börsvärden och olika grafer för att försöka förutspå framtiden, men mer avancerat än så blir det inte. Vidare hävdar Persson att teknisk analys är en bra metod för att studera marknaden och kartlägga marknadens avsikter. *”Det finns inget hokuspokus med teknisk analys, det är bara till att studera marknaden och kartlägga marknadens avsikter, om man sedan kombinerar dessa analyser med nyckeltal kan man få många fina analyser.”.*

Larsson säger att han tidigare varit insnöad i teknisk analys och byggde därför många av sina värderingar på metoden. Numera anser han att teknisk analys endast är ett bra verktyg för att i efterhand se om det blev som man trodde. Larsson använder alltså teknisk analys enbart i uppföljningssyfte eftersom han anser att metoden inte säger särskilt mycket om vad som kommer att hända i framtiden.

Nu har jag presenterat de två modeller som faktiskt tillämpas vid privatplacering enligt resultatet av min undersökning. Även om dessa två modeller används vid privatplacering finns det desto fler som inte gör det, dessa aktievärderingsmodeller kommer att presenteras nedan.

4.4 Modeller som inte tillämpas

4.4.1 Kassaflödesvärdering

Resultatet av min undersökning visar att det råder delade meningar vad gäller kassaflödesvärdering. Det är i huvudsak endast en respondent, av fem, som tillämpar kassaflödesvärdering. Lindén använder sig inte av kassaflödesvärdering eftersom han hävdar att kassaflöden kan vända snabbt och har man kassaflödesproblem är det ett akut problem i företaget och inte ett långsiktigt problem. *”Det är bara ett kortsiktigt problem, kassaflödet*

kan vända snabbt, jag har därför ingen förståelse för varför marknaden tar hänsyn till det så pass mycket, har man kassaflödesproblem så är det ju bara att ta lån.”.

Fristedt och Billerstam stödjer Lindéns påstående om att kassaflöden endast speglar verksamheten under ett kortsiktigt perspektiv, därför använder varken Fristedt eller Billerstam kassaflödesvärdering vid analys av aktier. Larsson säger att han har använt sig mycket av kassaflödesvärdering tidigare och anser att det är ett relativt användbart mått. I brist på tid har han nu släppt den metoden och lägger mer energi på andra tekniker som han anser vara mera effektiva och användbara.

Perssons åsikter kring kassaflödesvärdering skiljer sig markant från övriga respondenter. Han hävdar att kassaflödesvärdering säger mycket om företags framtid. En stark verksamhet motsvaras av bra kassaflöden. Vidare säger Persson att värdering av kassaflöden har varit särskilt viktigt under finanskrisen och att han tror att många företag räddades tack vare det. *”Det var ett prioriterat område för många företag under finanskrisen, bra kassaflöden innebar att företaget fick låna pengar av banken och på så sätt kunde de fortsätta bedriva sin verksamhet.”.*

4.4.2 Utdelningstillväxtmodellen (Gordons tillväxtmodell)

Ingen av respondenterna använder sig av utdelningstillväxtmodellen, Gordons tillväxtmodell, enligt den teoretiska formeln eftersom den anses vara för komplicerad samtidigt som data oftast saknas när det gäller utländska bolag däremot tittar samtliga respondenter på den faktiska utdelningen i företaget. Billerstam tycker att aktien blir extra attraktiv genom en bra utdelning men det är inte utdelningen i sig det hänger på i slutändan. Larsson låter inte heller sig påverkas särskilt mycket av utdelningen medan Lindén menar att de stora etablerade företagen skall ha utdelning om det inte finns väldigt goda skäl till att inte ha det. Annars anser han att företaget skall behålla pengarna, speciellt om de är inne i en utvecklingsfas. Fristedt menar att det är ett stort plus om direktavkastningen är hög men precis som samliga respondenter måste han vara övertygad om att börsvärdet kommer att stiga innan han beslutar sig om köp.

Persson hävdar att utdelningarna blir extra viktiga under perioder med låga räntor och menar att företag som har behållit höga utdelningar har blivit allt mer attraktiva på marknaden efter finanskrisen. *”Nu när det har varit låga räntor har utdelningarna varit allt viktigare. Alla pengar som man får in under dessa perioder är bra, många företag som har behållit höga utdelningar har också blivit allt mer attraktiva på marknaden.”*

4.4.3 Substansvärdering

Respondenterna är relativt eniga vad gäller substansvärdering och ingen använder modellen som värderingsmetod i större utsträckning. Fristedt och Lindén använder substansvärdering endast på investmentbolag. Lindén påpekar att det är helt beroende på vilket företag det är och då det är investmentbolag är substansvärdering den huvudsakliga värderingsmetoden. Fristedt och Lindén hävdar att substansvärdering fungerar bra på den typen av bolag eftersom det är enkelt att hålla koll på företagets tillgångar, samtidigt finns det olika rabatter som man kan få beroende på hur publika aktierna är. Lindén tillägger att det är svårt att använda substansvärdering på exempelvis konsultföretag eftersom ett konsultföretag med 15 anställda kan ha ett mycket lågt substansvärde då det inte går att värdera de anställda. Samtidigt kan ett tillverkande bolag med endast fem anställda och innehav av flera patent ha ett jättehögt substansvärde, därför tycker Lindén att modellen i vissa fall kan vara missvisande. *”När jag använder mig utav substansvärdering brukar jag jämföra från bransch till bransch, det vill säga äpplen mot äpplen och päron mot päron, men ändå förlitar jag mig inte på den men accepterar den helt vid investmentbolag.”*

Persson hävdar att det har blivit enklare att använda sig av substansvärdering eftersom reglerna kring upprättandet av balansräkningen har förändrats med tiden. Eftersom man har tagit bort goodwillposter och liknande från företagets tillgångar får man en klarare bild av företagets substansvärde och företaget som helhet. Därför tycker han att man numera kan använda modellen på ett effektivare sätt men ändå vågar han inte förlita sig på modellen.

4.4.4 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Resultatet av min undersökning visar att CAPM inte används överhuvudtaget. Samtliga respondenter hävdar att modellen är alldeles för komplicerad och i många fall saknas det även

data. Den enda faktorn, kopplat till CAPM, som respondenterna tar hänsyn till vid värdering är betavärden.

Fristedt tycker om hög risk och bolag med stor utvecklingspotential, därför tittar han ibland på betavärden och blir extra intresserad av bolag med höga betavärden. Persson är inne på samma spår som Fristedt och säger att han gärna satsar lite extra på bolag med höga betavärden för att på så sätt få så stor avkastning som möjligt.

Nu har jag presenterat de modeller som inte tillämpas vid privatplacering i någon större utsträckning eller som inte tillämpas alls. Vidare kommer jag att presentera de faktorer jag uppmärksammat under min undersökning, vilka samtliga respondenter tar hänsyn till vid aktievärdering, som kan kopplas till traditionellt beslutsfattande.

4.5 Bransch, Produkt och Media

Som tidigare nämnt bygger beslutsfattande i grund och botten på att fatta det beslut som är mest fördelaktigt för ändamålet vilket i detta fall innebär valet av aktier. Ett steg i den traditionella beslutsteorin, economic man, är sökandet av handlingsalternativ som kan bidra till att lösa problemet, dessa handlingsalternativ värderas sedan utifrån deras konsekvenser och därefter följer själva valet av alternativ som bäst löser problemet. Resultatet av min undersökning visar att respondenterna, förutom de tidigare nämnda aktievärderingsmodellerna, även tar hänsyn till andra faktorer vid värdering av aktier. De tre huvudsakliga faktorerna som samtliga respondenter anser vara viktiga är; bransch, produkt och media. Utöver dessa tre faktorer representerar ”känslan” den absolut avgörande faktorn.

4.5.1 Bransch och Produkt

Under mina intervjuer har jag uppmärksammat att det finns ett allmänt intresse för bransch och produkt bland respondenterna, dessa faktorer verkar vara minst lika viktiga som alla andra fundamentala värderingar. Utöver de vanliga aktievärderingsmodellerna utgår Billerstam även ifrån vilken bransch företaget befinner sig i. För honom är det viktigt att ha koll på vad företaget erbjuder för typ av produkt eller tjänst. Billerstam hävdar att man måste ha god kunskap om både branschen och produkten för att köpa aktier i ett företag. ”*Jag vill se*

hur det går för branschen som helhet för att köpa en specifik aktie.”. Lindén, Fristedt och Persson stödjer detta påstående, samtliga är eniga om att man måste besitta god kunskap om både branschen som helhet och även det specifika företagets produkt eller tjänst för att ta steget till att köpa aktier.

Larsson säger att han är väldigt branschorienterad och att han bara är inne i ett fåtal branscher där han försöker hitta de allra bästa aktieköpen i varje bransch. Larsson väljer bransch utifrån efterfrågan, det vill säga efter vad som efterfrågas på marknaden just nu. *”För tillfället är det råvaror som gäller, jag har fått för mig att framtiden ligger i guld och olja, framförallt nu när det är så pass oroligt på marknaden, då är guld en relativt trygg investering.”*

4.5.2 Media

Utöver bransch och produkt uppmärksammade jag att samtliga respondenter var eniga om att även media är en viktig faktor att ta hänsyn till vid värdering. Lindén hävdar att företaget som sådant är det absolut viktigaste, hur företaget framställer sig och vad man hör om företaget är grunden för kommande värdering. Lindén säger att han läser Dagens Industri och Dagens Nyheter på Internet flera gånger om dagen och agerar så fort det kommer ut relevant information som kan tänkas påverka aktiekursen. Ett exempel på detta är informationen om köporders, om det framkommer att ett företag har mottagit en stor köporder ser Lindén det som en klar köpsignal.

Lindén delar mediaintresset med samtliga respondenter, Persson hävdar att även om det finns olika kvaliteter på informationen på Internet söker många ett bollplank där, antingen på olika nyhetssidor eller också andra hemsidor där analytiker ger tips om olika aktier. Fristedt säger att han ofta börjar med att leta på olika hemsidor på Internet för att se om han hittar någon aktie som intresserar honom extra mycket, därefter tittar han på mer djupgående information om företaget och bildar sig en egen uppfattning.

4.6 Känslan som en avgörande faktor

Oavsett hur många analyser man gör och oavsett hur många likartade signaler man får fungerar aktievärderingsmodellerna bara som ett stöd och komplement till känslan som enligt

samtliga respondenter är den avgörande faktorn. Billerstam säger att han, förutom att titta på vilken bransch företaget befinner sig i och vilken typ av produkt eller tjänst företaget säljer, går helt på känslan. Fristedt och Larsson vågar till och med sätta en siffra på hur mycket känslan faktiskt spelar in. Enligt Fristedt är det 80 procent känsla, *”Jag måste ju övertyga mig själv om att köpa aktien i slutändan, känns det inte bra struntar jag i att köpa oavsett vad olika värderingar indikerar på”*. Enligt Larsson är det hälften känsla och hälften fundamental analys som gäller.

Persson säger att det är oerhört mycket känsla vid värdering även för hans del och framför allt vid korthandel. Han hävdar att man får en sorts ”magkänsla”, man känner igen vissa situationer, exempelvis att börsen vanligtvis går upp i slutet av månaderna och sedan går det ner lite igen. Att man känner igen vissa situationer bidrar till att man litar på sina intentioner och därmed blir känslan den avgörande faktorn.

Lindéns svar på frågan om hur mycket känsla det är vid värdering sammanfattar på ett bra sätt det allmänna tyckandet bland respondenterna och även detta kapitel: *”By the end of the day, är känslan det avgörande och absolut viktigaste att ta hänsyn till. Man ska inte stirra sig blind i olika aktievärderingsmodeller, eller analytikens tips för den delen, det handlar om att skaffa sig en egen uppfattning och sedan tro på det man gör”*.

5. Analys och slutsatser

I detta kapitel kommer jag att analysera empiriavsnittet som jag beskrivit i föregående kapitel. Jag kommer att analysera de argument som bidrar till att flera av modellerna inte tillämpas vid privatplacering. Vidare skall jag också försöka koppla samman teorin med empirin för att senare dra slutsatser av studien.

5.1 Tre argument

Enligt resultatet av min undersökning är det helt uppenbart att de flesta aktievärderingsmodellerna som jag tagit upp i uppsatsen inte tillämpas vid privatplacering. Det är endast två modeller som privatplaceringarna faktiskt använder sig av vid värdering av aktier. Det finns säkerligen flera argument till varför modellerna inte används i någon större utsträckning vid privatplacering men jag har kommit fram till att modellerna inte tillämpas på grund av tre argument. Det första argumentet är att respondenterna hävdar att de flesta modellerna inte är motiverade, det vill säga att de inte är relevanta i sitt syfte. Det andra argumentet är att respondenterna anser att flera av modellerna är alldeles för komplicerade. Det tredje och sista argumentet är att respondenterna hävdar att vissa utav modellerna kräver unik data, data som i flera fall inte går att få tag på.

Fortsättningsvis kommer jag att analysera varje argument med stöd från både teorin och empirin. Det första argumentet som jag analyserar är att modellerna inte anses vara motiverade.

5.1.1 Modellerna är inte motiverade

Det första argumentet till varför de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte används vid privatplacering är att samtliga respondenter är eniga om att flera modeller inte är motiverade, det vill säga att de inte är relevanta för sitt syfte. Resultatet av min studie visar att råder det delade meningar vad gäller kassaflödesvärdering. Enligt teorin är kassaflödesvärdering en relativt komplex modell som absolut kan användas vid värdering av aktier, vilket motsäger resultatet av min undersökning. Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) hävdar att man skall man börja med att uppskatta ett företags förmåga att generera cash-flow genom att titta

på historiska analyser på företagets kassaflöden, dessa används sedan som bas när man skall göra prognoser på framtida cash-flow. Enligt respondenterna är detta inget hållbart argument eftersom tre respondenter hävdar att kassaflöden kan vända snabbt och därför blir det svårt att bygga några antaganden utifrån modellen, därför är inte kassaflödesvärdering tillämpbar vid aktievärdering.

Persson, som är den enda av respondenterna som använder sig av modellen, menar att i enlighet med teorin kan kassaflödesvärdering absolut tillämpas vid aktievärdering och framförallt på företag med positiva och relativt konstanta kassaflöden, däremot blir det svårare att tillämpa modellen på cykliska företag. Persson säger också att man inte skall förlita sig på metoden utan använda den som ett komplement till andra värderingar.

Den teoretiska utdelningstillväxtmodellen, Gordons tillväxtmodell, utgår ifrån att det är utdelningarna som är det relevanta avkastningsmåttet för en beräkning av aktiens värde (Nilsson, et., al, 2002). Faseruk (2008) och Hansson (2007) hävdar att det finns en positiv korrelation mellan den utdelning som företaget betalar till aktieägarna och priset på aktien. Om utdelningen höjs skall också priset på aktien stiga. Resultatet av min undersökning visar att ingen av respondenterna tar hänsyn till utdelningarna när de handlar. Samtliga respondenter är eniga om att aktien blir extra attraktiv genom en bra utdelning men det är inte utdelningen i sig det hänger på i slutändan. Respondenterna hävdar att man istället måste vara övertygad om att börspriset går upp och därför måste man hitta andra argument för att köpa. Eftersom utdelningen i sig inte anses vara ett tillräckligt starkt argument för att köpa tillämpas inte den teoretiska utdelningstillväxtmodellen vid privatplacering.

Att mäta ett företags substansvärde är ett annat sätt att beräkna vad aktiepriset teoretiskt ska vara. Ett problem som enligt Nilsson, Isaksson och Martikainen (2002) ofta uppstår vid substansvärdering är att bokförda värden sällan är desamma som verkliga värden, det innebär att det ofta finns dolda värden i företag. Här stämmer alltså den teoretiska bilden av modellen överens med den bild som respondenterna har. Fristedt och Lindén hävdar att substansvärdering fungerar bra på investmentbolag eftersom det är enkelt att hålla koll på företagets tillgångar på den typen av företag. Lindén tillägger att det däremot är svårt att använda substansvärdering på exempelvis konsultföretag eftersom det inte går att värdera de

anställda, vilket kan generera ett väldigt lågt substansvärde som i de flesta fall är missvisande. Persson hävdar att det har blivit enklare att använda sig av substansvärdering eftersom reglerna kring upprättandet av balansräkningen har förändrats med tiden men ändå vågar han inte förlita sig på modellen. Eftersom det finns uppenbara svagheter i modellen väljer respondenterna att inte använda sig av modellen vid aktievärdering. Modellen används endast på investmentbolag där Lindén anser att substansvärdering är den huvudsakliga värderingsmetoden.

5.1.2 Modellerna är för komplicerade

Det andra argumentet till varför de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte tillämpas vid privatplacering är att samtliga respondenter är eniga om att flera modeller är alldeles för komplicerade. Genom att studera den teoretiska kassaflödesvärderingen kan modellen upplevas som relativt komplicerad eftersom användaren måste diskontera framtida kassaflöden till ett nuvärde. Användaren måste dessutom räkna ut det nuvarande kassaflödet för att överhuvudtaget kunna prognostisera framtida kassaflöden, trots svårigheterna skall modellen enligt teorin vara fullt användbar. Min studie visar att de teoretiska argumenten för användandet av kassaflödesvärdering skiljer sig starkt ifrån respondenternas synsätt på modellen. Kombinationen av att modellen upplevs som komplicerad och tanken om att kassaflöden kan vända snabbt bidrar till att respondenterna inte vågar förlita sig på modellen som därför inte används särskilt mycket i praktiken.

Vidare visar min undersökning att CAPM är den modell som används allra minst bland de teoretiska modellerna vid privatplacering. I enlighet med teorin måste användaren skilja mellan den systematiska och den osystematiska risken samtidigt som användaren måste göra skattningar för både den riskfria räntan och marknadens riskpremie (Nilsson, et., al, 2002). Samtliga respondenter hävdar att modellen är helt oanvändbar vid privatplacering eftersom det är så pass många faktorer som man måste ta hänsyn till samtidigt som man själv måste göra ett flertal skattningar. CAPM baseras dessutom på ett flertal antaganden som inte är verklighetsförankrade, exempelvis på antagandet om att det är möjligt att låna obegränsade mängder pengar till riskfri ränta. Eftersom CAPM är en komplicerad modell som samtidigt bygger på orealistiska antaganden används den inte av respondenterna vid privatplacering.

Den teoretiska utdelningstillväxtmodellen, Gordons tillväxtmodell, anses också vara en komplicerad aktievärderingsmodell. I modellen förutsätts att ett företag har en konstant tillväxt på sina framtida aktieutdelningar och att företagets utdelningsandel är konstant, likaså utdelningstillväxten och vinsttillväxten (Nilsson, et., al, 2002). Antagandet om en konstant tillväxt på framtida aktieutdelningar är något problematiskt eftersom styrelsen beslutar om hur stor utdelningen kommer att bli från år till år, därmed kan aktieutdelningarna variera starkt även om en underliggande policy kan finnas i företaget. Modellen har därför fått mycket kritik för att det på lång sikt inte är möjligt att göra tillförlitliga prognoser på företagets aktieutdelning. Dessutom ser inte många investerare till utdelningen då de står i valet om att köpa en aktie, många andra faktorer spelar ofta en betydligt större roll enligt respondenterna.

5.1.3 Data saknas

Förutom att respondenterna är eniga om att flera av modellerna inte anses vara motiverade och vissa allt för komplicerade är samliga respondenter även eniga om att betydelsefull data ofta saknas, därför begränsas användbarheten hos flera modeller. Enligt teorin kräver de flesta av modellerna flera svåra och komplexa överväganden som bygger på den tillgängliga informationen om ett företag, om denna information är svårtillgänglig eller om den saknas helt blir modellerna svåra att tillämpa i praktiken om inte helt omöjliga. Det är också uppenbart att det i många fall är svårare att få tag i betydelsefull information om utländska bolag i förhållande till svenska, av denna anledning begränsas användbarheten hos modellerna ytterligare likaså placerarnas möjligheter på aktiemarknaden. Om en privatplacerare är intresserad av att investera i ett utländsk bolag begränsas hans möjligheter att handla avsevärt om han inte har någon information att utgå ifrån.

Nu har jag analyserat mig fram till varför många av modellerna inte används vid privatplacering och skall framöver dra egna slutsatser utifrån dels syftet med uppsatsen och dels analysen ovan.

5.2 Återkoppling till syftet

Syftet med denna uppsats var att undersöka vilka av de traditionella aktievärderingsmodellerna används vid privatplacering, samt att hitta de bakomliggande faktorerna till valet av modell. I de fall då aktievärderingsmodellerna inte används som huvudsaklig värderingsmetod var en del av syftet också att försöka hitta andra faktorer som kan tänkas påverka värderingen. Genom resultatet av min undersökning har jag lyckats besvara detta syfte.

Resultatet av min studie visar att flera av de teoretiska aktievärderingsmodellerna inte tillämpas vid privatplacering, det är endast P/E-talsvärdering och teknisk analys som placerarna faktiskt använder sig av. Vidare visar min undersökning att det finns i huvudsak tre argument till varför de övriga teoretiska aktievärderingsmodellerna inte används vid privatplacering. Det första argumentet är att respondenterna anser att flera av modellerna inte är motiverade, det vill säga att de inte är relevanta i sitt syfte. Det andra argumentet är att vissa av modellerna anses vara för komplicerade och det tredje och sista argumentet är att det i många fall saknas svårtillgänglig data.

Enligt beslutsteorin, *economic man*, skall beslutsfattaren ha full kunskap om samtliga alternativ och dess konsekvenser, detta förklarar respondenternas beteende då de inte nöjer sig med de traditionella aktievärderingsmodellerna utan även tar hänsyn till andra faktorer som bransch, produkt och media, som uppenbarligen påverkar beslutsfattandet. Även om teorin menar på att beslutsfattaren har möjlighet till full kunskap om samtliga alternativ är detta helt omöjligt i verkligheten och framförallt vid aktievärdering eftersom det praktiskt taget är omöjligt att förutse vad som kommer att ske på aktiemarknaden då marknaden är känslig och reagerar mer eller mindre på all ny information.

Economic man säger också att beslutsfattaren inte heller påverkas av några psykologiska eller sociologiska faktorer och beslutsfattarens tolkning av informationen är alltid densamma. Även detta antagande är orealistiskt. Hansson och Tedin (2007) menar på att det är människans psyke, förväntningar och förhoppningar som påverkar aktiekurserna snarare än resultatet av

grundläggande ekonomiska bedömningar som i detta fall kan kopplas till de olika handlingsalternativen i beslutsteorin. Ett förtydligande exempel på detta skulle kunna tänkas vara den nuvarande kreditkrisen i Grekland som jag nämnt tidigare. På grund av de negativa impulserna från media angående situationen i Grekland rasade den Svenska börsen med rekordhöga procent på en och samma dag. Anledningen till detta var att aktörerna förlorade förtroende för marknaden, det vill säga aktörerna lät de psykologiska faktorerna påverka beslutsfattande.

5.3 Slutsats

Eftersom min studie visar att det endast är P/E-talsvärdering och teknisk analys som placerarna faktiskt använder sig av kan man dra slutsatsen att placerarna gärna använder så enkla modeller som möjligt. P/E-talsvärdering och teknisk analys är nämligen de enklaste modellerna att tillämpa. P/E-talet visar som tidigare nämnt företagets aktiekurs i förhållande till företagets vinst per aktie (Hansson, 2007) och teknisk analys bygger på en tro om att historien upprepar sig och används för att förutsäga aktiekurser baserat på tidigare kända kurser (Nilsson, et., al, 2002).

Trots att placerarna gärna använder de enklaste modellerna behöver dessa modeller inte vara de som är mest tillförlitliga. Det är möjligt att de lite mer komplicerade modellerna, som tar hänsyn till fler faktorer, är mer tillförlitliga än de enkla modellerna, därför måste dessa ”komplexa” modeller marknadsföras mer eller på ett annat sätt så att privatplacerare vågar tro på modellerna och börja använda de vid privatplacering i en större utsträckning.

Om det är så att de mer komplexa modellerna redan marknadsförs tillräckligt mycket och på ett korrekt sätt är det kanske dags att tänka om. Det kanske är dags att släppa greppet om komplexiteten i modellerna och istället rikta sig in på enkelheten för att slutligen åstadkomma en modell som både är enkel att tillämpa och som visar sig vara relativt tillförlitlig i de flesta fall. Att bedriva fortsatt forskning inom området är i alla fall ett måste, dels för att intresset av aktier är stort, dels för att det är så pass många som sysslar med privatplacering. Dessa slutord leder oss in det sista kapitlet som heter ”Förslag till vidare forskning”.

6. Förslag till vidare forskning

Under uppsatsens gång har jag upptäckt intressanta infallsvinklar inom ämnesområdet som skulle kunna vara intressanta för vidare studier.

Min undersökning grundar sig på en kvalitativ metod omfattande av fem personliga intervjuer. Detta innebär att urvalet inte med säkerhet är representativt för samtliga privatplacering i Sverige. Det hade varit intressant att genom att tillämpa mitt tillvägagångssätt och göra undersökningen på ett större urval se om resultatet hade blivit annorlunda. Det hade dessutom varit intressant om undersökningen också hade gjorts i andra länder, och att man utifrån det analyserat och jämfört användandet av de olika aktievärderingsmodellerna vid privatplacering.

Börspysykologi har under den senaste tiden diskuterats i media och resultatet av min studie visade att "känslan" var den absolut avgörande faktorn, därför hade det varit intressant att gå in djupare in och analysera specifika faktorer som påverkar privatplacering.

7. Källförteckning

7.1 Litteratur

Bell, E., & Bryman, A., (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 1:a upplagan. Malmö: Liber, 2005.

Eklund, K. (2005). *Vår ekonomi – en introduktion till samhällsekonomi*. Värnamo: Norstedts Akademiska Förlag.

Gitman, L. J., Joehnk, D. M., Juchau, H. R., Wheldon, J. B., & Wright, J. S. (2004). *Fundamentals of Investing*. (2:a uppl.) Frenchs Forest NSW 2086, Pearson Education Australia.

Hansson, C., & Tedin, P., (2007). *Aktiekunskap*. Malmö, Gleerups Utbildning AB.

Hansson, S., (2007). *Aktier, Optioner, Obligationer – En introduktion*. Studentlitteratur.

Hartman, S., (2005). *Skrivhandledning för examensarbeten och rapporter*. Scandbook AB, Falun.

Haskel, A., *Hitta Kursvinnare*. (1:a uppl.) Ödeshög: Aktiespararna Kunskap, 2005.

Holme, I. M., & Solvang, B. K. (1997). *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*. (2:a uppl.). Lund: Studentlitteratur.

Nilsson, H., Isaksson, A., & Martikainen, T. (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.

Wramsby, G. & Österlund, U. (2004). *Företagets finansiella miljö* (11:e uppl.). Wramsby/Österlund förlag.

7.2 Vetenskapliga artiklar

Bernard, V. (1995). *The Feltham-Ohlson framework: Implications for empiricists*. Contemporary Accounting Research, 1995: 733-747.

Faseruk, Alex. (2008). *A review of accrual accounting and cash flow techniques for use in equity valuation*. Management Research News, 2008: 418-433.

Keun Yoo, Y., (2006). *The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples*. Review of Accounting and Finance, 2006: 108-123.

7.3 Internetkällor

Arnader, C-J,. (2007). *Substansvärdering*. <http://www.planguide.se/Substansvardering.htm>

Daytrading. (2010). Tradingportalen: 2010-04-29.
<http://www.tradingportalen.com/daytrading/>

Fundamental analys. (2008) <http://fundamentalanalys.se/>

Johansson, G., Olsson, T,. (2009). *Aktier slår obligationer på lång sikt*. Aktiespararna.se: 2009-01-15. <http://www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Aktier-slar-obligationer-pa-lang-sikt/>

Jörnmark, J,. (2002). *IT-bubblan och telekomkrisen*. Nationalencyklopedin: 2002-10-03.
http://www.ne.se/jsp/search/show_section.jsp?i_art_id=NT5757&i_word=it-bubblan&i_h_text=1&i_rphr=it-bubblan/

Lindström, O,. (2010). *Värsta börsrasen sedan oktober 2008*. DN.se: 2010-05-07.
<http://www.dn.se/ekonomi/bors/varsta-borsrasen-sedan-oktober-2008-1.1089930>

7.4 Intervjuer

Billerstam, A,. *Certifierad privatrådgivare på Sparbanken i Karlshamn*. (2010-05-20)

Fristedt, J,. *Studerande vid Växjö Universitet*. (2010-05-22).

Larsson, M,. *Egenföretagare inom redovisningsbranschen*. (2010-05-24).

Lindén, B-O,. *Ansvarig för strategiska inköp på Eriksson*. (2010-05-20).

Persson, L,. *Aktiechef på Nordea*. (2010-05-24).

Bilaga 1

Utgångsmall vid intervjuer

- Berätta lite kort om vem du är och vad du arbetar med idag?
- Hur länge har du sysslat med aktievärdering?
- Hur kom du in på området?
- Vad var det som lockade dig till aktiemarknaden?
- Hur mycket handlar du idag?
- Varför handlar du mycket respektive lite?
- Vilken typ av information/teknik lägger du störst vikt på när du handlar? Är det olika beroende på om du ska köpa eller sälja? Är det olika under vissa perioder?
- Varför bygger du dina antaganden på just den informationen/tekniken?
- Kan du ge ett praktiskt exempel på när du använt dig av den här informationen/tekniken?
- Hur ser du på kassaflöden i företag? Är det något du själv tittar på vid värdering av aktier?
- Hur ser du på utdelningarna i företaget? Är det något som man måste beakta enligt dig?
- Hur ser du på substansvärdering, dvs. det ”egna kapitalet” i företaget? Använder du dig av den tekniken?
- Hur tillförligt tycker du att P/E-talsvärdering är? Använder du dig av den tekniken?
- Hur ser du på betavärden? Är det något du själv tittar på vid värdering av aktier?
- Teknisk analys skiljer sig en del från de tidigare nämnda teknikerna, hur ser du på teknisk analys? Använder du dig av den tekniken?
- Tittar du på balansräkningar när du värderar?
- Använder du dig av några andra tekniker som jag inte har frågat dig om under intervjun?
- Vi har pratat en hel del om olika tekniker som man kan använda sig av vid värdering av aktier, men hur mycket tror du att ”känslan” spelar in vid värdering? Hur mycket känsla är det för din egen del?
- Är det något du skulle vilja tillägga som jag inte har frågat dig om under intervjun?