

ATT GÖRA EN DCF VÄRDERING – STEG FÖR STEG

1. Omsättning och tillväxt

Bedöm den organiska omsättningstillväxten för de kommande fem åren baserat på:

- Tidigare års utfall
- Ledningens prognos
- Baserat på marknadstillväxt
- Egen bedömning av rimligheten i prognoserna

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%

Prognosperioden är gråmarkerad. I detta fall planades tillväxten långsamt ut eftersom marknadens tillväxtpotential bedömdes som ganska liten. Ledningen har tidigare uttalat sig om en tillväxt mellan 15 och 7%.

Omsättningstillväxten kan t.ex. delas ned per affärsområde eller produkt osv.

I steady state växer företaget med landets genomsnittliga BNP. I detta fall 3%.

2. Kostnader och lönsamhet

Uppskatta företagets framtida lönsamhet genom:

- Historiskt utfall
- Ledningens prognos
- Långsiktig lönsamhet i branschen
- Egen bedömning av vad som kan vara rimligt

Detta kan göras olika detaljerat och per olika delposter såsom personalkostnader, varukostnader osv. I detta exempel gör vi det enkelt för oss.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 375
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%

Kostnaderna verkar följa omsättningen till stor del, vilket vi kan använda oss av i vår framtida analys. Samtidigt lovar Vdn att 2008 var ett dåligt år och att lönsamheten kommer att förbättras. Vi tror inte att lönsamheten tillåts vara så här hög in i steady state, och korrigerar ner denna nivå mot en långsiktig nivå.

Nu ser det vi kommit fram till ut enligt nedan:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 375
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%
EBITDA	469	547	606	661	783	869	939	938	914	869
- EBITDA marginal i %	16%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%	13%	12%

3. Avskrivningar och EBIT

Nu måste vi uppskatta företagets avskrivningar för att kunna komma ner på EBIT nivå. Avskrivningar kan man uppskatta på minst två sätt. Antingen genom att sätta i relation till omsättningen eller till de materiella anläggningstillgångarna och försöka uppskatta huruvida dessa kommer att växa in i framtiden. I vår analys nedan så hade vi "turen" att se att avskrivningarna följde omsättningen väldigt väl över åren och vi valde därför att fortsätta med samma nivå.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 375
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%
EBITDA	469	547	606	661	783	869	939	938	914	869
- EBITDA marginal i %	16%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%	13%	12%
Avskrivningar:	49	63	75	84	94	104	112	120	126	94
- av omsättning i %	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%
EBIT	421	485	531	578	690	765	827	818	788	775

4. Skatt

Skatten är relativt enkel att räkna ut. Där tar vi helt enkelt bort 26,3% av EBIT.

5. Investeringar/ CAPEX

För att beräkna ut företagets framtida investeringar, analyserar vi historiska värden. Detta görs genom att jämföra värdet på företagets materiella tillgångar i förhållande till försäljning i detta fall. Samtidigt får vi göra en bedömning huruvida företaget kommer att investera kraftigt/ genomföra förvärv eller liknande. Ett förvärv skulle man t.ex. kunna se som en investering. I detta fallet räknar vi med en stabil tillväxt enligt tidigare värden.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 375
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%
EBITDA	469	547	606	661	783	869	939	938	914	869
- EBITDA marginal i %	16%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%	13%	12%
Avskrivningar:	49	63	75	84	94	104	112	120	126	94
- av omsättning i %	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%
EBIT	421	485	531	578	690	765	827	818	788	775
Skatt (26,3%)	111	127	140	152	181	201	217	215	207	204
Investeringar		79	41	169	76	73	49	40	19	19

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
Summa anläggningstillgångar	564	643	684	852	928	1 001	1 050	1 090	1 109	1 106
- av omsättning i %	19%	18%	17%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	15%

Investeringarna har följt de materiella anläggningstillgångarna väl och har uppgått till ca 18% av omsättningen. Tack vare att det varit så stabilt, så har vi valt att utgå från detta, men bedömer att företagets investeringsbehov över tid kommer att minska med ca 0,5% per år. I steady state använder vi oss av samma investeringssumma som året innan.

6. Rörelsekapitalet

När du räknar ut rörelsekapitalet tar du kortsiktiga fordringar genom kortsiktiga skulder. I detta fall tar vi kundfordringar, varulaget och även övriga omsättningstillgångar minus summan av kortsiktiga skulder. Övriga omsättningstillgångar måste du först kolla i årsredovisningen, vad det är för något. Om det uppfyller kraven, att det krävs för att driva företagets verksamhet, då skall posten inkluderas. Summan av kortsiktiga skulder innehåller t.ex. leverantörsskulder, men kan även innehålla andra krediter som inte är räntebärande och som krävs för att driva företaget. Ibland brukar man även räkna med en liten del av kassan i rörelsekapitalet, eftersom detta ibland krävs för att driva ett företag.

Om summan av rörelsekapitalet hade blivit negativt, hade det betytt att företagets leverantörer "betalar" för att driva verksamheten. Vanligt vid t.ex. förskotts betalning osv.

Rörelsekapitalet	2005	2006	2007	2008
Kundford:	10	14	17	13
Varulager:	543	749	827	953
Övr. oms. tillg.:	110	42	63	94
Summa kortfristiga skulder:	-509	-505	-530	-666
Summa	154	300	377	394

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
Summa rörelsekapitalet	154	300	377	394	441	490	529	566	594	612
- av omsättning i %	5%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%

I denna övningen så följde rörelsekapitalet omsättning väl över perioden. Därför valdes att rörelsekapitalet skulle följa omsättningen med 8% in i evigheten.

7. Summering av fritt kassaflöde

Efter justeringen för förändringen av kapitalbehovet (dvs. 2007 års rörelsekapital – 2006 års rörelsekapital) är det nu möjligt att räkna fram det fria kassaflödet. Detta görs genom att utgå från EBITDA och därefter korrigera för skatt, investeringar och rörelsekapital. Nu finns alla siffror som vi behöver för att kunna genomföra kassaflödesvärderingen.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 244
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 375
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%
EBITDA	469	547	606	661	783	869	939	938	914	869
- EBITDA marginal i %	16%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%	13%	12%
Avskrivningar:	49	63	75	84	94	104	112	120	126	94
- av omsättning i %	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%
EBIT	421	485	531	578	690	765	827	818	788	775
Skatt (26,3%)	111	127	140	152	181	201	217	215	207	204
Investeringar		79	41	169	76	73	49	40	19	19
Förändring i rörelsekapitalbehov		145	77	18	47	49	39	37	28	18
Summa fritt kassaflöde		195	348	323	479	547	634	646	659	628

8. Värderingsdatum och diskonteringsfaktor

Värderingsdatum - I denna modellen värderas företaget från den 1:a januari 2009 så då väljs 1 som diskonteringsvärde, för det första året. Hade vi valt att värdera företaget från och med den 1 juli, så hade diskonteringsvärdet startat på 0,5 istället.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Diskonteringsfaktor					1	2	3	4	5	5

9. WACC och avkastningskrav på eget kapital

För att räkna ut WACC krävs en rad antaganden. Nedan följer en redovisning för varje ingående post.

WACC 10,5%

Antaganden:

Avkastningskrav på eget kapital	12%
g	3,4%
Skatt	26,3%
Riskfri ränta	3,6%
Systematisk risk premie	4,3%
Små bolagspremie	5,0%
Beta	0,66
Skuldsättningsgrad	0,20
Låneränta	6,0%

Antaganden:

Avkastningskrav på eget kapital = riskfri ränta + systematisk riskpremie * Beta + småbolagspremie

g = Svensk genomsnittlig BNP tillväxt per år (2,0) plus inflation genomsnittlig inflation (1,4) = 3,4%

BNP - <http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/BNP/>

Inflation - http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Finansiell_utveckling/

Skatt = 26,3% - http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Skatter/Skatterna_forklaras/Bolagsskatt/

Riskfri ränta = 3,57% - 10 års löptid på svensk statsobligation - <http://www.finansportalen.se/marknadsrantor.htm>

Systematisk risk premie = 4,3% - <http://www.pwc.com/extweb/ncpressrelease.nsf/docid/F0D62B972B2F2CB6802572CA0036800D>

Små bolagspremie = 5% - [http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/97D695284357AF2E80257428002D5C6D/\\$file/ris_kpremiestudien_2008.pdf](http://www.pwc.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/97D695284357AF2E80257428002D5C6D/$file/ris_kpremiestudien_2008.pdf)

Beta - <http://www.finansportalen.se/nyckeltal.htm>

Skuldsättningsgrad = 0,2 - Normalt mellan 0,1 och 0,2 - annars tar man marknadsvärdet på eget kapital genom skulder

Låneränta = 6,0% - Vad ett företag klarar av att låna upp i för ränta - på företagsobligationsmarknaden

WACC = Enligt uträkning 10,5%

10. Gordons formel

Räkna fram kassaflödet i evigheten. Dividera det fria kassaflödet för steady state med det uträknade värdet på WACC minus tillväxtantagandet i evigheten, dvs 3,4%. Detta ger i exemplet: $631 / (10,5\% - 3,4\%) = 8\ 854$. Se nästkommande bild.

11. Applicera WACC och räkna fram företagets Enterprise Value (EV)

Diskontera därefter varje års fria kassaflöde (inom prognosperioden) med $(1 + WACC)$ upphöjt till diskonteringsfaktorn. För år 1 ser det ut enligt: $(\text{fritt kassaflöde år 1}) / ((1 + WACC)^1)$ och för år 2 ser det ut enligt: $(\text{fritt kassaflöde år 2}) / ((1 + WACC)^2)$. För steady state diskonteras det tidigare framräknade evighetsvärdet med WACC och gällande diskonteringsfaktor. Därefter, summera det diskonterade fria kassaflödet och du har fått fram värdet på företaget! Om du därefter dividerar med antal aktier bolaget har får du ut värdet per aktie.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Steady state
Omsättning:	2 955	3 568	4 102	4 663	5 222	5 797	6 260	6 698	7 033	7 273
- förändring i %		21%	15%	14%	12%	11%	8%	7%	5%	3%
Totala kostnader	2 486	3 021	3 496	4 001	4 439	4 927	5 321	5 761	6 119	6 400
- av omsättning i %	84%	85%	85%	86%	85%	85%	85%	86%	87%	88%
EBITDA	469	547	606	661	783	869	939	938	914	873
- EBITDA marginal i %	16%	15%	15%	14%	15%	15%	15%	14%	13%	12%
Avskrivningar:	49	63	75	84	94	104	112	120	126	95
- av omsättning i %	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,3%
EBIT	421	485	531	578	690	765	827	818	788	778
Skatt (26,3%)	111	127	140	152	181	201	217	215	207	205
Investeringar		79	41	169	76	73	49	40	19	19
Förändring i rörelskapitalbehov		145	77	18	47	49	39	37	28	18
Summa fritt kassaflöde		195	348	323	479	547	634	646	659	631
										8 854
Diskonteringsfaktor					1	2	3	4	5	5
Diskonterat fritt kassaflöde					433	447	469	433	400	5 369