

# Brøker og banker

PETER B. YDE, Hjørring Gymnasium og HF Kursus

Skal jeg satse på aktier i Skjern Bank eller Skælskør Bank?

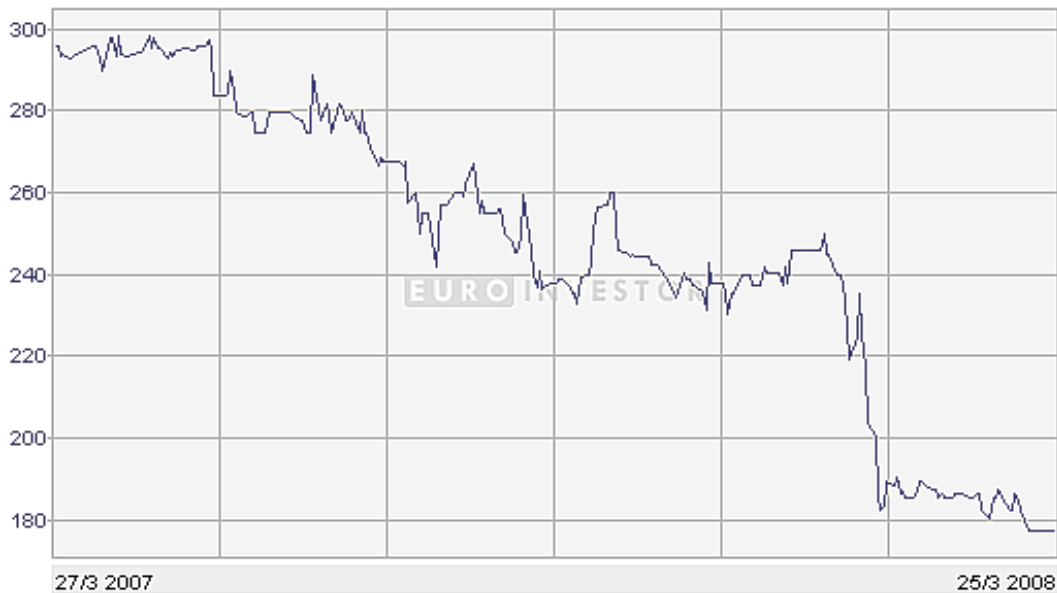
I en årrække fandt jeg, at aktierne i de danske banker alle var for dyre. Årsresultaterne var skruet op på grund af udlån til småspekulanter, værdipapirhandel, og opskrivning af værdien af bankernes værdipapirer. Og de små og mellemstore bankers årsresultater (nettoindtjening) var indtil 2006 pustet op af Nykredits betaling til dem for kreditforeningen Totalcredit. Det fik køberne af aktier i bankerne til at betale for høje priser for dem. Siden forsommeren 2007 er bankaktiernes priser (kurser) imidlertid gået sydover. Nogle er igen blevet rimelige.

Når man bevæger sig ud i investeringsjungen, skal man have en machete med. Den hedder **brøkrekning!** Den kan også være med til at afsløre urimeligt store fortjenester til ledelserne i form af aktieoptioner. Optionsprogrammerne har ikke sjældent et uhørt forhold til selskabernes størrelse og ledelsens præstationer.

Finanskrisen har gjort, at kursen på nogle banker er gået betydeligt ned. Jeg har købt aktier i nogle af dem, hvor mine beregninger gav, at de var gode investeringer. Det er bedst at sprede risikoen, så jeg har beholdt lidt aktier i selskaber i helt andre brancher, selvom mine beregninger viser, at de sagtens kunne sælges, da de er for højt prissatte. Når mine beregninger viser, at jeg kan købe aktier med god rabat, tager jeg ikke risiciene for kursfald eller bankerot ret tungt, blot rabatten er så stor, at der er taget højde for begge dele. Ikke mindst risikoen for bankkrak får mig til at sørge for at sprede indkøbene over flere selskaber.

Nu sidder jeg og overvejer, hvilke andre banker jeg skal lave en aktieanalyse af, da jeg ikke vil købe flere aktier i de selskaber, hvor jeg nyligt har købt. (Først hvis de falder yderligere, køber jeg dem igen.) I fokus har jeg Skjern Bank og Skælskør Bank. Jeg har investeret 30 kr. i dagens "Børsen".

Her kan jeg læse, at  $\left(\frac{P}{E}\right)_1$  for både Skjern Bank og Skælskør Bank er 8,5.  $\left(\frac{P}{E}\right)_1$  er forholdet mellem den aktuelle kurs og årsresultatet pr. aktie i år – år 2008.  $\left(\frac{P}{E}\right)$  står for Price/Earning.) Tabellen øverst næste side er et uddrag fra "Børsen" den 14. marts 2008.



Graf over Skælskør Banks kurs fra marts 2007 til marts 2008 hentet på [www.euroinvestor.dk](http://www.euroinvestor.dk). En såkaldt "teknisk analyse" giver, at kursen vil falde yderligere. BankTrelleborgs kollaps påvirkede Skælskør Banks kurs voldsomt.

Selskab	Kurs/ Ind. værdi	P/E Hist.	Est. P/E 2007	Est. P/E 2008	Kurs
Skjern Bank	0,96	11,9	8,5	8,7	475
Skælskør Bank	1,14	9,2	8,5	11,2	186

Inden jeg fæstner lid til  $\left(\frac{P}{E}\right)_1$ , kigger jeg på  $\left(\frac{P}{E}\right)_0$  og sammenholder den med regnskabstal.  $\left(\frac{P}{E}\right)_0$  er den aktuelle kurs delt med årsresultatet pr. aktie i regnskabsåret 2007. På Dansk Aktie Analyse finder jeg for Skjern Bank årsresultatet 43.251 tusinder kr. fordelt på 1128 tusinder aktier. Det giver nettoindtjeningen pr. aktie  $\frac{43.251}{1128}$  kr. = 38,34 kr. Da kursen er 475, får jeg  $\left(\frac{P}{E}\right)_0 = \frac{475}{38,34} = 12,4$ . Jeg er ikke glad for, at "Børsen" skriver 11,9, men satser på, at der en fejl i "Børsen", og at overskriften "Est. P/E 2007" også er forkert, idet den ville føre til årsresultatet  $\frac{475}{8,5} \cdot 1128$  kr. = 63.035 tusinder kr. i år 2007, og det passer ingen steder! Desuden finder jeg en bekræftelse på Dansk Aktionærforenings hjemmeside, idet den ved kurs 468,28 har  $\left(\frac{P}{E}\right)_1 = 8,09$ . Så "Børsens" mening er nok, at  $\left(\frac{P}{E}\right)_1 = 8,5$  angår år 2008.

Et tilsvarende check på Skælskør Bank viser sig at være problemfrit. Også her gælder estimatet under overskriften "2007" faktisk året 2008!

Så status er, at de to banker står lige indtil videre. Aktionærforeningens estimat favoriserer Skjern Bank, idet Skælskør Bank ikke er med på listen, hvis højeste estimat er 8,53, hvorfor Skælskør må ligge på mindst 8,53. (Listen har 20 aktier.)

Nu går det stærkt. For Skjern Bank er  $\left(\frac{P}{E}\right)_2$  (dvs. estimatet for år 2009) meget mindre (8,7) end for Skælskør Bank (11,2). Det er klart i Skjern Banks favør. Jeg går videre i "Børsen" over til  $\frac{K}{T}$  (kurs/indre værdi), altså kursen delt med egenkapitalen pr. aktie. Jeg går ud fra, at en god portion egenkapital er godt, så jeg accepterer bare, at  $\frac{K}{T} = 0,96$  for Skjern Bank er bedre end Skælskør banks  $\frac{K}{T} = 1,14$ . (SAS sælges for meget mindre i skrivende stund, men den vil jeg ikke købe, for jeg tror ikke på, at et samlet salg af selskabet står for døren; derfor vil pengene fortsat strømme ned i de ansattes lommer uden at give aktionærerne en pengestrøm svarende til deres ejerskab.)

Nu har jeg tre datasæt i favør af Skjern Bank. Jeg mangler dog en vigtig ting. Jeg kigger derfor på Dansk Aktie Analyses oversigter over de to bankers regnskabstal de sidste fem år. Her er der noget interessant. Antallet af aktier er gennemgående stigende i Skjern Bank, men aftagende i Skælskør Bank. Det kan være en meget alvorlig sag.

Den årlige udvanding af Skjern bank aktien anslår jeg som

$$\sqrt[4]{\frac{22560}{19600}} - 1 = 3,6\%$$

ved at bruge, at aktiekapitalen var 19.600 ultimo 2003 og 22.560 ultimo 2007 ifølge Dansk Aktie Analyses tal. Det er en grasset høj udvanding. Det er dog lovligt at lave den, når optionsprogrammet er annonceret. (Udenfor sammenhæng og for mig selv kalder jeg en så stor udvanding "internt røveri", og som en helt forsegleet hemmelighed tænker jeg over fænomenets vækst også uden for det private erhvervsliv, og hvem røverne er.)

I Skælskør Bank går det den modsatte vej. Ved et groft men ikke helt tosset overslag kan virkningen af udvandingen kvantificeres. Bankernes værdi pr. aktie kan ansættes ved formlen

$$P_0 = \frac{EPS_1}{k_c - g}$$

Argumentation for formlen findes i mit hefte om aktieanalyse for gymnasiet.  $EPS_1$  står for årsresultatet pr. aktie år 2008,  $k_c$  diskonteringsraten, og  $g$  væksten i  $EPS$ . Da

$$EPS_1 = \frac{Kurs}{\left(\frac{P}{E}\right)_1}$$

er

$$P_0 = \frac{Kurs}{(k_c - g) \cdot \left(\frac{P}{E}\right)_1}$$

Det kan omskrives til:

$$\frac{Kurs}{P_0} = (k_c - g) \cdot \left(\frac{P}{E}\right)_1$$

Jeg anslår overfladisk bankerne til at være lige risikable og sætter uden større overvejelser  $k_c = 8\%$  for begge banker. Skjern Bank fik "volumensyge" for ca. fem år siden og har ikke siden udvist nævneværdig positiv vækst, men  $\left(\frac{P}{E}\right)_1$  og  $\left(\frac{P}{E}\right)_2$  er opti-



Skjern Banks kurs er næsten halveret fra marts 2007 til marts 2008. Kilde : [www.euroinvestor.dk](http://www.euroinvestor.dk).

mistiske nok til, at jeg kan sætte væksten til 3,6 % over en årrække. Imidlertid spises væksten af udvandingen, så  $g = 0\%$ ! Da  $\left(\frac{P}{E}\right)_1 = 8,5$ , bliver

$$\frac{\text{Kurs}}{P_0} = 0,08 \cdot 8,5 = 0,68$$

Så tager vi Skælskør Bank. Den har en rimelig positiv vækst i årene 2003 – 2007, men estimerterne for 2008 og 2009 udviser mindre vækst end Skjern Banks. Så jeg anslår igen væksten til at være 3,6%. Værdien må ikke sættes for højt, for ved udledningen af formlen er der forudsat, at væksten varer evigt, og Skælskør Bank kan jo ikke komme til at eje hele verden. Da  $\left(\frac{P}{E}\right)_1 = 8,5$  igen, bliver

$$\frac{\text{Kurs}}{P_0} = 0,044 \cdot 8,5 = 0,374$$

De små værdier af  $\frac{\text{Kurs}}{P}$  bekymrer mig ikke. Metoden giver stort set altid en for høj værdi for aktien og kan ikke stå alene i en aktieanalyse. Jeg bruger metoden til at tage *forholdet* mellem  $\frac{\text{Kurs}}{P_0}$  for Skjern Bank og Skælskør Bank:

$$\frac{0,68}{0,374} = 1,8$$

Det er en slående stor værdi i favør af Skælskør Bank. Værdien er så stor, at jeg kan glemme de

før anførte argumenter for Skjern Bank. Det bliver Skælskør Banks årsrapport, der fortjener nøjere studier. Kursfaldet hænger nok sammen med bankens geografiske udbredelse lige ved de nyligt forsvundne BankTrelleborg og Haarslev Sparekasse. På min liste over købsobjekter noterer jeg blot “Grov udvanding” for den anden bank.

Nu skal jeg lige slutte af med en korrektion: Når jeg screener for købsobjekter, ser jeg på en stribe ad gangen, ikke kun to som jeg har gjort her. Så det kan meget vel tænkes, at det bliver en helt tredje bank, som jeg satser på, når jeg har lavet noget databehandling på årsrapporterne.

#### Litteratur

- “Børsen” 14. marts 2008.
- Peter B. Yde, *Hvad skal det koste*, Matematiklærerforeningen, 2006.

#### www

- [shareholders.dk](http://shareholders.dk)
- [danskaktieanalyse.dk](http://danskaktieanalyse.dk)
- [omxgroup.com](http://omxgroup.com)

◇