

Analytiker och riktkurser - Varför bry sig?

Abstract

The purpose of this master thesis is to evaluate how the current share price and market consensus affect security analysts target price and if an investor should pay any attention to it. Empirical data is primarily collected from qualitative interviews with ten security analysts but also from a quantitative e-mail survey. Our main finding is that security analysts are indeed affected by each others earnings forecasts as well as the current share price. This is not strange, it is in several aspects rational. Security analysts has often nothing to gain by standing out too much and not either by spending too much time trying to create their own opinions due to lack of time or the complexity of what is analyzed. Analysts' work methods and work conditions suggest that investors should be critical to, and not attach great importance to the target price of analysts in their forecasts.

Keywords: Target prices, estimates, security analysts, herd behaviour, anchoring value

Författare: Gösta Carlberg♣ och Alex Racoveanu♦
Handledare: Jan Bergstrand
Framläggning: 2 juni, 2009
Opponent: Gustav Eklånge och Kristofer Johansson

Förord

Framför dig ligger en kopia av vår magisteruppsats som är skriven för att runda av en lärorik och rolig tid i våra liv på Handelshögskolan i Stockholm. Turerna har varit många kring vår magisteruppsats med såväl ämnesbyten som personskador. Målet har varit att hitta ett ämnesval vi båda funnit intresserade och relevant. Att valet slutligen föll på att studera ett fenomen inom finansbranschen känns naturligt eftersom vi båda varit verksamma i sektorn under ett antal år.

Vill vi passa på att tacka de tio aktieanalytiker som tog sig tid att medverka i vår studie och de aktieanalytiker som svarade på våra e-postutskick. Utan dessa aktieanalytikers hjälpsamhet hade vår magisteruppsats aldrig varit möjlig.

Vidare vill vi rikta ett stort tack till vår handledare adjunkt professor Jan Bergstrand. Han har varit ett stort stöd och samtidigt varit förstående vid de oförutsedda händelser som inträffat under resans gång. Hans kunskaper, kritik och engagemang har varit värdefulla för slutförandet av vår magisteruppsats.

Avslutningsvis vill vi tacka våra föräldrar och flickvänner för deras stöd.

Stockholm, maj 2009



Gösta Carlberg



Alex Racoveanu

Innehållsförteckning

INLEDNING.....	4
BAKGRUND.....	4
SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING	5
Syfte.....	5
Frågeställning.....	5
DEFINITIONER	5
METOD	6
STUDIENS UTFORMNING	6
Kvalitativ studie	6
Fallstudie	6
DATAINSAMLING.....	6
TILLFÖRLITLIGHET	7
Reliabilitet och validitet.....	7
Självkritik.....	7
TEORETISK REFERENSRAM.....	8
VÄRDERINGSMETODER.....	8
Discounter cash flow värdering.....	8
Relativvärdering	9
FINANSIELL PSYKOLOGI	10
Flockbeteende	10
Kommunikation.....	12
Beslutsfattande.....	12
Förankringsheuristik	13
Expertforskning.....	14
EMPIRI	16
E-POSTUTSKICK.....	16
INTERVJUER.....	17
Analytiker A	17
Analytiker B	18
Analytiker C.....	20
Analytiker D.....	21
Analytiker E	23
Analytiker F	24
Analytiker G.....	25
Analytiker H.....	27
Analytiker I	29
Analytiker J.....	29
ANALYS	31
INSTÄLLNING TILL KONSSENSUSESTIMAT OCH AKTIEKURS	31
ARBETSMETODER OCH VÄRDERINGSMETODER.....	33
GENERELLA PROBLEM FÖR EN ANALYTIKER.....	33
SLUTSATS.....	36
DISKUSSION OCH UPPSLAG FÖR VIDARE FORSKNING.....	38
REFERENSLISTA.....	39
INTERVJUER.....	39
INFORMELLA INTERVJUER	39
INTERNETKÄLLA.....	39
LITTERATUR	40
APPENDIX	42

Inledning

Måndagen den 15:e september 2008 rasade Lehman Brothers en av världens största banker och USA:s 4:e största investmentbank samman. Genomklappningen skapade en enorm rädsla och misstro på interbankmarknaden som likt en tsunami svepte över finansmarknaden och snabbt nådde alla världens hörn. Den här gången var det ingen som behövde tvivla på hur beroende världens ekonomier är av varandra. Lehman Brothers kollaps ska inte ses som inledningen men väl kulmen på det som i efterhand i media har kommit att betecknas som den värsta finanskrisen sedan 1930-talet¹.

På en marknad där osäkerheten i vissa avseenden är total och utvecklingen är svår för att inte säga omöjlig att prognostisera famlar såväl aktiemarknadens aktörer som företagsledningar i mörkret. I extremklimat letar alla aktörer mer än någonsin efter information och de mediebolag som sysslar med finansiell information har ökat sin besöksstrafik kraftigt under krisen². Alla vill höra vad experterna har att säga och minsta ”halmstrå” att gripa efter kan uppfattas som intressant. Problemet är bara att ingen verkar lita på dem som har som yrke att kunna värdera och prognostisera företagens utveckling, analytiker kåren³. Vad hjälper portföljdiversifiering och allmän riskspridning när börserna mest av allt stundtals liknar en hasardmarknad.

Med tanke på det inflytande som analytiker kåren har är det intressant att undersöka hur analytiker jobbar och hur deras motiverade riktkurser påverkas av aktuell aktiekurs och de konsensusestimat som finns på analytikernas vinstprognoser.

Bakgrund

Författarnas egen erfarenhet är att det vid varje aktiekrasch inte minst bland småsparare klagas på analytikernas rekommendationer och motiverade aktiekurser. Hur analytikernas rekommendationer och riktkurser har utfallit gentemot aktiemarknaden är väl dokumenterat. Mer intressant är då att studera hur analytikerna förhåller sig till aktuell aktiekurs och vinstprognoser med tanke på det flockbeteende och eftersläpning som finns mot aktiekursen av såväl vinstprognoser och motiverade riktkurser⁴. Författarna har båda jobbat ett par år med

¹ Svenska Dagbladet (2009)

² Magnus Sjöbäck, Affärsvärlden (2009-04-14)

³ Affärsvärlden (2001)

⁴ InvestorsInsight (2008)

analysarbete och har erfarenheten att konsensusmaterial spelar en viktig roll för upparbetandet av egna prognoser och hur aktierekommendationer blir utformade.

Syfte och frågeställning

Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur aktieanalytiker jobbar och förhåller sig till konsensusprognoser för vinstestimat och aktuell aktiekurs när de utarbetar sina egna motiverade aktiekurser.

Frågeställning

Hur påverkar aktiekursen och marknadens konsensusestimater analytikernas motiverade aktiekurs och bör en placerare fästa någon vikt vid riktkursen?

Definitioner

Studien utgår från två definitioner av konsensus inom en analytikers arbetsområden. Den första är sammanställda estimat på analytikernas vinstprognoser, också kallat konsensusestimater. Vinstestimaten är en sammanställning av analytikernas prognoser för bolagens kommande vinstutveckling och samlas in av olika nyhetsbyråer. Störst på den nordiska marknaden är SME Direkt.⁵ Marknaden efterfrågar konsensusestimaten som allra mest inför kvartalsrapporter då aktiemarknaden, exempelvis aktiemäklare och andra placerare köper och säljer aktier baserat på hur faktiskt resultat utfaller i relation till rådande konsensusestimater.⁶

Studiens andra definition av konsensus är aktuell aktiekurs. Den är att betrakta som placerarnas samlade estimat på vad ett börsbolag för stunden är värt. Analytikernas motiverade aktiekurs, också kallad rikt Kurs, är den nivå som aktiekursen på det analyserade bolaget förväntas nå vanligen inom 12 månader⁷.

⁵ SME Direkt (2009)

⁶ Marcus Larsson, SME Direkt (2009-03-24)

⁷ Bransch standard

Metod

Studiens utformning

Kvalitativ studie

Studiens utformning är i huvudsak av kvalitativ art även om det förekommer kvantitativ insamling av data för att kunna fastslå för uppsatsen viktiga utgångspunkter. Insamling av data från analytiker i fråga om arbetsmetoder och åsikter är emellertid svårt att kvantifiera varför uppsatsens empiriska tyngdpunkt är kvalitativ. Därtill utgår en kvalitativ studie från djupare kunskaper för varje givet fenomen som beskådas⁸.

Fallstudie

Med en kvalitativ studie som ansats kändes det naturligt att använda sig av en fallstudie. En fallstudie är en empirisk undersökning som ämnar studera ett fenomen i sitt naturliga sammanhang och lämpar sig väl då skiljelinjen mellan fenomenet och dess innebörd för helheten inte är tydlig⁹.

Datainsamling

I syfte att fastställa en generell inställning bland analytiker till konsensusprognoser och hur de relaterar till rådande aktiekurs gjordes en serie e-postutskick som genererat 97 ifyllda enkäter. E-postrespondenterna har medvetet varit någorlunda jämnt fördelade över tre olika och icke närbesläktade sektorer, läkemedel, råvaror/verkstad och finans, för att undvika eventuella branschspecifika skillnader. Dessa sektorer valdes med stor omsorg för att både få med en cyklisk sektor vilken är råvaror/verkstad, en icke-cyklisk sektor som representeras av läkemedelssektorn samt så valde vi finanssektor på grund av den binära situation som råder i den. Slutligen har tio analytiker intervjuats mer på djupet vilket inneburit ett fysiskt möte med varje deltagare. Vid intervjuerna i studien har såkallade strukturerade intervjuer använts där ordningen och frågebatteriet sedan tidigare var förutbestämt¹⁰. Intervjuerna var indelade i två delar och mellan dessa fick den intervjuade analytikern svara på den enkät som vi skickade ut per e-post. Alla delar av intervjun finns i appendix i den ordning de användes i intervjun. För att garantera ett kvalitativt innehåll i intervjuerna är intervjupersonerna anonymiserade.

⁸ Holme och Solvang (1997)

⁹ Yin (2003)

¹⁰ Rubin och Rubin (1995)

Tillförlitlighet

Reliabilitet och validitet

I en mätning kan man studera reliabiliteten genom att undersöka hur tillförlitlig en mätning är. Vanligtvis görs detta genom att studera hur flera jämförbara och av varandra oberoende data förhåller sig till varandra i relation till ett gemensamt ting.¹¹ Detta kan vara problematiskt i en studie som är kvalitativ till sin natur och där det inte finns några fasta referenspunkter för att kunna skapa en reliabel mätning i traditionell bemärkelse.¹² Studiens resultat av de kvalitativa intervjuerna som i sig är relativt många till antalet, har av reliabilitetsskäl därför kompletterats med ett utskick om ytterligare 97 ifyllda enkäter. God reliabilitet är vidare en förutsättning för god validitet¹³ som utgår från resultatens överensstämmande med verkligheten¹⁴. På den sista punkten torde studiens empiri säkerställa god validitet i och med att uppsatsens frågeställning direkt riktar sig mot yrkesmän ”ute i verkligheten”.

Självkritik

Utvecklingen på finansmarknaden har varit dramatisk under framför allt det senaste året fram tills nu. Studiens intervjudeltagare vittnar samtliga om hur såväl rutiner som synen på marknaden som institution kraftigt har förändrats i och med rådande kris. Det kan därför vara på sin plats att varna för att resultatet av studien väsentligt skulle ha skiljt sig från nuvarande utfall om den utförts vid en annan tidpunkt.

Inte heller författarnas personliga erfarenheter ska negligeras i och med att båda jobbar eller har jobbat i eller inom närbesläktade områden. Sakkunskap har inneburit att djupare skärskådning av fenomenet varit möjlig och för att minimera författarnas inverkan har studien enbart lyft fram diskussioner som varit tydligt representerade i empirin.

Det är också så att det vid insamling av e-postmaterial sannolikt finns en del ”felaktiga svar” då mottagaren kanske inte sett eller förstått studiens definition av olika analytiska komponenter. I uppdagade fall har dessa diskvalificerats som underlag.

¹¹ Söderlund (2001)

¹² Merriam (1994)

¹³ Söderlund (2001)

¹⁴ Merriam (1994)

Teoretisk referensram

Kapitlet syftar till att beskriva den teoretiska referensram som valts för studien. De valda teorierna förklarar värderingsmodeller som används av analytiker vid aktievärdering och finansiell psykologi som utgör tyngdpunkten i studiens teori.

Värderingsmetoder

De två huvudmetoder som används vid företagsvärdering är avkastningsvärdering och relativvärdering. Avkastningsvärdering, även kallad fundamentalvärdering, syftar till att härleda företagets värde genom att prognostisera den framtida avkastningen och diskontera den till ett nuvärde med en ränta som avspeglar företagets kapitalkostnad. Relativvärdering syftar å andra sidan syftar till att härleda värdet av ett företag med utgångspunkt från prissättningen av jämförbara noterade bolag.¹⁵

Discounter cash flow värdering

Det finns många olika modeller för avkastningsvärdering och den mest tillämpade modellen som används av professionella investerare och i akademiska sammanhang är baserad på företagets kassaflöde och benämns *Discounted Cash Flow* (DCF) värdering.¹⁶ Andra värderingsmodeller inom avkastningsvärdering är *Residual Income Valuation*, *Value Added Valuation* och *Adjusted Present Value* värdering. Alla dessa modeller har olika utgångspunkter men leder till samma resultat om de är tillämpade på ett korrekt sätt.¹⁷ Denna ansats börjar med det som är mest tidskrävande i den. Att prognostisera rörelseverksamhetens framtida fria kassaflöden.¹⁸

Discounted Cash Flow modellen beräknar nuvärdet av alla framtida fria kassaflöden med en beräknad kapitalkostnad. Resultatet blir nuvärdet av företaget. Det fria kassaflödet (FCF) diskonteras med faktorn ett plus kapitalkostnaden upphöjt de år (T) man förväntas ha kassaflöden.¹⁹ Kapitalkostnaden vid diskontering av de fria kassaflödena skall reflektera risken för alla investerare vilket görs av *weighted average cost of capital* (WACC). Den förenar de erforderade avkastningskraven för skulder och eget kapital.²⁰

¹⁵ PricewaterhouseCoopers i Sverige AB (2007)

¹⁶ Koller et al. (2005)

¹⁷ Koller et al. (2005)

¹⁸ PricewaterhouseCoopers i Sverige AB (2007)

¹⁹ Bruner (2004)

²⁰ Koller et al. (2005)

$$DCF_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}/(WACC-g)}{(1+WACC)^T}$$

Discounted cash flow värdering är den mest noggranna och flexibla metod för att värdera projekt, divisioner och bolag. Dock är värderingen bara så korrekt som prognoserna den bygger på. Fel vid uppskattningen av de viktigaste ingredienserna i företagsvärdet kan leda till fel i värderingen och i värsta fall till strategiska misstag.²¹

Relativvärdering

Vid relativvärdering härleds företagets värde genom applicering av multiplar för jämförbara företag.²² Antagandet är att dessa multiplar återspeglar de allmänna utsikterna för en bransch eller en grupp företag.²³ För att få en klar bild av vilket värdeintervall som indikeras av prismätningen av jämförbara företag tillämpas flera multiplar. De vanligaste multiplarna är P/E²⁴, EV/EBITDA²⁵ och EV/EBIT^{26,27}. Många påstår att multiplar är en lättillämplig värderingsmetod, men en välgjord multipelanalys kräver många av de justeringar som görs i en traditionell *Discounted cash flow* värdering.²⁸

Det konstnärliga med relativvärdering ligger i att välja urvalet av jämförbara företag som utgör underlag för värderingen. Idealt vore att endast använda sig av de företag som matchar det företag som skall värderas på basis av affärsområden, framtidsutsikter, finansiell policy och storlek.²⁹

En relativvärdering är sårbar på flera sätt. Först och främst hittar man sällan ett företag som är perfekt jämförbart med bolaget som skall värderas och som kan användas som utgångspunkt för en värdering. En viktig bedömning är hur långt man kan sträcka sig från den smala profil värderingsföretaget har vid val av jämförbara företag.³⁰ En annan svaghet denna värderingsmetod har är att den är beroende av på redovisningspraxis. När en analytiker

²¹ Koller et al. (2005)

²² PricewaterhouseCoopers i Sverige AB (2007)

²³ Bruner (2004)

²⁴ Aktiepris dividerat med förväntad vinst per aktie

²⁵ Bolagsvärdet dividerat med rörelseresultatet före räntor, skatt och avskrivningar

²⁶ Bolagsvärdet dividerat med rörelseresultatet

²⁷ PricewaterhouseCoopers i Sverige AB (2007)

²⁸ Koller et al. (2005)

²⁹ Bruner (2004)

³⁰ Bruner (2004)

använder sig av relativvärdering måste han granska företaget samt de jämförbara bolagens redovisningspraxis för att fastställa jämförbarheten av deras rapportering, policys och resultat.³¹ Ett tredje problem med relativvärdering uppkommer när multiplarna ska beräknas. Det finns ett tidsproblem beroende på att räkenskapsårets slut kan variera mellan företaget som skall värderas och dess jämförbara företag. I branscher med hög volatilitet leder en skillnad på ett eller två kvartal i rapporteringen till ganska annorlunda multiplar.³²

Multiplar är ofta missförstådda och ännu oftare felaktiga. Många aktieanalytiker beräknar till exempel ett industrigenomsnittligt P/E-tal och multiplicerar det med bolagets resultat för att få fram ett verkligt värde. Användningen av ett industrigenomsnitt bortser emellertid från det faktum att företag även inom samma bransch kan ha dramatiskt skillnader i förväntad tillväxt, avkastning på investerat kapital och kapitalstruktur.³³ Däremot kan en noggrant utformad multipelanalys ge värdefulla insikter om ett företag och dess konkurrenter.³⁴

Finansiell psykologi

Finansiell psykologi föddes på nittioalet i USA och det är inom denna genare som disciplinerna ekonomi och psykologi möts.³⁵ Inom finansiell psykologi studeras påverkan av psykologi på beteendet hos finansiella aktörer och den påföljande effekten på marknaderna. Finansiell psykologi är av intresse eftersom det hjälper till att förklara varför och hur marknader kan vara ineffektiva.³⁶

Flockbeteende

Det finns ett flertal förklaringar på hur mycket marknadens aktörer påverkar varandra och ett välkänt begrepp inom finansiell psykologi är flockbeteende. Den grundläggande betydelsen av flockbeteende är att individer tenderar att göra som andra individer gör och följa flocken. Därmed bortser de samtidigt från sin egen information eller privata signaler.³⁷ Aktörer som följer flocken kan fatta fel beslut vilket kan visa sig genom att man följer flocken och missar viktig information som hade gjort att man agerat annorlunda.³⁸

³¹ Bruner (2004)

³² Bruner (2004)

³³ Koller et al. (2005)

³⁴ Koller et al. (2005)

³⁵ Goldberg och von Nitzsch (2002)

³⁶ Sewell (2008)

³⁷ Wärneryd (2001)

³⁸ Avery och Zemsky (1998)

Flockbeteende är särskilt vanligt i osäkra tider.³⁹ Det kan vara när signaler på marknaden är sådana att aktörerna på marknaden tror att extrema utfall är mer troligt än ett normalt scenario.⁴⁰ I flocken löper den enskilda individen mindre risk att personligen råka illa ut och genom att gå samman ökar individerna sina överlevnadschanser.⁴¹ Flockbeteende kan också uppstå på grund av förekomsten av bakbundna rationella aktörer som utsätts av en rad influenser då de följer mer eller mindre rimliga tumregler. Efterhärming, trendjagande, momentumstrategier är alla möjliga källor för flockbeteende på finansmarknaden.

Analytiker tillämpar flockbeteendet i större omfattning när de arbetar för diversifierade företag där arbetsuppgifterna i regel är svårare och av mer komplex art.⁴² När analytiker inte är säkra på ett företags räkenskaper brukar det leda till mer flockbeteende i analytikernas prognoser.⁴³ Två andra orsaker till varför analytiker använder sig av flockbeteende är kompensation samt renommé. Analytikers framgång mäts i jämförelse med andra vilket skapar flockbeteende. Kompensation är ofta relaterad till rankningar bland sektorkollegor vilket antyder att analytiker har ett incitament att justera sina prognoser för att bibehålla ett gott rykte och hög tillförlitlighet.⁴⁴ Renomméaspekten får analytiker att använda sig av flockbeteende i sina prognoser. Det är rationellt för dem att försöka förbättra sitt rykte genom att fatta beslut liknande andra beslutsfattare.⁴⁵

De som använder sig av flockbeteende är främst medelmåttor inom branschen, medan topp- och bottenskiktet av analytikerkåren tenderar till att inte göra det.⁴⁶ Mindre erfarna analytiker är också mer benägna att avvika från konsensusprognoser jämfört erfarna analytiker. Vilket tyder på att trycket för att bygga upp ett rykte är starkast för analytiker där störst osäkerhet råder kring deras förmåga.⁴⁷

Inom flockbeteende finns ett begrepp som heter *information cascade*. Det uppstår när individer fattar sina beslut i ordningsföljd efter att ha iakttagit varandras handlingar och varefter ett begränsat antal individer har valt samma handling. Påföljande individer kan då

³⁹ Avery och Zemsky (1998)

⁴⁰ Park och Sabourian (2006)

⁴¹ Tullberg och Tullberg (1994)

⁴² Hirshleifer och Teoh (2003)

⁴³ Hirshleifer och Teoh (2003)

⁴⁴ Stickel (1992)

⁴⁵ Wärneryd (2001)

⁴⁶ Hirshleifer och Teoh (2003)

⁴⁷ Hong et al. (2000)

riskera att bortse från sin egen privata information och imitera den handlingen.⁴⁸ Eftersom det oftast är känsligt att göra vad andra människor gör anses fenomenet vara resultatet av rationella val. *Information cascades* kan leda till godtyckliga eller rentav felaktiga beslut.⁴⁹

Kommunikation

Kommunikation spelar en allt viktigare roll. Begreppet kommunikation handlar om överföring av kunskap⁵⁰ och skall ses som ett förlopp där parter utbyter mening med varandra. I en dialog måste det förutsättas att båda parter kan förstå varandra på likartat sätt så att en ömsesidig förståelse av kommunikationen skapas.⁵¹

För att uppnå en effektiv kommunikation skall budskapet i en kommunikationsprocess vara klart och tydligt formulerat.⁵² Det gäller att formulera budskapet på lättbegripligt sätt så att mottagaren kan ta det till sig.⁵³ Att anpassa sitt budskap till mottagaren är en ännu bättre alternativ väg för att uppnå effektiv kommunikation. Detta kan påverka känslan av pålitlighet i det som kommuniceras.⁵⁴ Det förespråkas även i vissa fall att budskapet skall skraddarsys för mottagaren för att denne skall motiveras att tolka och ta till sig budskapet.⁵⁵

Ett vanligt sätt för företag att interagera och ge information till finansmarknaden och aktieanalytiker är att arrangera kapitalmarknadsdagar och dylika evenemang. Publiken på dessa evenemang är inte bara intresserade av informationen utan också av att iaktta ledningens framförande. Detta för att bedöma ledningens tro på företaget. Kroppsspråk kan i vissa fall översättas till förväntningar och aktietransaktioner.⁵⁶

Beslutsfattande

När komplexiteten i en situation har reducerats till en hanterbar nivå kvarstår behovet av att ta ett snabbt beslut. Förutom den relativa utvärderingen av sannolikheter finns olika utvärdering av handlingsalternativ.⁵⁷ Forskare har funnit en rad olika schematiserade strategier och tumregler som människor använder sig av vid beslutsfattande då informationsmängden

⁴⁸ Banerjee (1992)

⁴⁹ Bikhchandani et al. (1998)

⁵⁰ Al-Alawi et al. (2007)

⁵¹ Holm (2006)

⁵² Bambacas och Patrickson (2008)

⁵³ Bordia och DiFonzo (2002)

⁵⁴ Bambacas och Patrickson (2008)

⁵⁵ Pelletier och Sharp (2008)

⁵⁶ Sevón (2004)

⁵⁷ Goldberg och von Nitzsch (2002)

överstiger hjärnans kapacitet.⁵⁸ Dessa kallas heuristiker och underlättar beslutsprocessen.⁵⁹ Ett exempel på en strategi är förankringsheuristik.⁶⁰ Heuristik används när människor är överväldigade av information eller inte har någon tid att bearbeta information noggrant.⁶¹ För det mesta är heuristikerna till fördel i beslutsprocesser, men de kan dock också leda till missbedömningar som kan få förödande konsekvenser.⁶²

Förankringsheuristik

Förankringsheuristik är en teori inom beteendevetenskap som beskriver hur människor fäster sig vid en viss utgångspunkt och sedan har svårt att byta fokus. När en person har fäst sig vid ett förankringsvärde bortser han även från motsägende information trots att den motsägende informationen kan vara av större värde för att fatta korrekta beslut. Detta resulterar i att beslut ibland fattas på felaktiga grunder.⁶³

De flesta människor tenderar till en början att basera sina uppskattningar eller bedömningar om information från en första källa eller ett referensvärde, en förankring. Efteråt justerar man detta värde till ett verkligt värde genom ytterligare information eller en mer ingående analys. Det är korrekt så länge en justering genomförs på basis av den nyinhämtade informationen. Empirisk forskning visar dock att korrigeringen ofta är bristfällig. Justeringsprocessen kortas ofta ned och är därför ofullständig. Förankringsankarevärdet ges ofta för stor tyngd.⁶⁴ I de allra flesta fall är förankringsheuristik en hjälp då beslut fattas eftersom det förenklar beslutsprocessen. För människan är det ofta nödvändigt att ha en utgångspunkt vid ett resonemang.⁶⁵

En kapacitet för snabba beslut är också efterfrågad på de finansiella marknaderna. Särskilt för att förutsäga rörelser i räntor, aktie- och valutapriser.⁶⁶ Analytikernas konsensusestimater svarar för marknadens förväntningar vilket gör att dem till den finansiella världens ankare⁶⁷. Förutom analytikernas konsensus fungerar även aktuell aktiekurs som ankare. Förankringseffekten gör att analytikerna justerar sina estimater utifrån den aktuella aktiekursen

⁵⁸ Nofsinger (2008)

⁵⁹ Schwenk (1986)

⁶⁰ Wärneryd (2001)

⁶¹ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁶² Bazerman (2002)

⁶³ Bazerman (2002)

⁶⁴ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁶⁵ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁶⁶ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁶⁷ Cragg och Malkiel (1968)

och analytikernas konsensus för att inte ligga orimligt långt ifrån då de sätter sin riktkurs för en aktie.⁶⁸

Förankringsheuristik spelar en viktig roll på de finansiella marknaderna eftersom det är en företeelse som är inneboende i estimeringsprocesser. Ett förankringsvärde behöver inte nödvändigtvis vara ett numeriskt värde. Det kan också vara baserat på åsikter eller attityder från vänner eller experter. Även uppgifter och prognoser som först verkar vara realistiska har en förankringseffekt.⁶⁹ För analytiker och konsensus innebär förankringseffekten att analytikernas estimat påverkas av föregående rapport, tidigare estimat och aktuell aktiekurs. Förankringseffekten gör att analytikerna justerar sina estimat utifrån den aktuella aktiekursen för att inte ligga orimligt långt ifrån med sin egna riktkurs.⁷⁰

Expertforskning

Aktieanalytiker som arbetar och är aktiva på aktiemarknaden anses vara finansiella experter vilket antyder att de är mycket kompetenta och kan uppnå enastående resultat. Det bör dock noteras att de kallas finansiella experter oavsett om de har presterat bra.⁷¹ Då aktieanalytiker anses vara finansiella experter är expertforskning där experters kunskaper och bedömningsförmåga studeras relevant för vår studie. Det finns fem kriterier som anses vara viktiga för att bedöma expertis. Ämneskunskaper, ämnesområdets egenskaper, kognitiva färdigheter, psykologiska karaktärsdrag och beslutsstrategier.⁷²

Man skulle kunna tro att experter är mer kompetenta än noviser på att spå utfall, men forskningsresultat visar att så är inte fallet. Experter har för det mesta bara förutspått enstaka utfall av något. Den första studien som syftade till att undersöka huruvida analytiker var bättre än vanliga investerare på att förutspå vinnaraktier gjordes år 1933. Studien som blev mycket berömd visade att analytiker inte tillförde något med sina rekommendationer.⁷³

Finansiella experter kan delas in i två kategorier. Den första kategorin omfattar de finansiella experter som enbart förutsäger framtiden på aktiemarknaden och enskilda kvartalsresultat för börsnoterade företag. Analytiker är exempel på sådana experter. Den andra kategorin är

⁶⁸ Amir och Ganzach (1998)

⁶⁹ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁷⁰ Amir och Ganzach (1998)

⁷¹ Andersson (2004)

⁷² Shanteau (1992)

⁷³ Cowles (1933)

finansiella experter som fattar beslut om handel och investeringar i aktier och andra värdepapper. Till denna kategori hör professionella och privata investerare som inte bara förutspår aktiemarknaden utan också fattar beslut. Den förutsägandes uppgift skiljer sig på många sätt från den beslutsfattandes uppgift. Först och främst efterfrågar aktiehandel och investeringar fler färdigheter än vad prognostisera gör. Dessa finansiella experter måste kunna identifiera potentiellt lönsamma värdepapper att investera i samt korrekt fastställa lämplig tidpunkt för köp och försäljning av dessa innehav. Uppgiften för finansiella experter som gör prognoser är begränsad till att räkna ut den framtida kursen för bolag på aktiemarknaden. Att göra prognoser innebär betydligt mindre risktagande än aktiehandel. I motsats till att göra dåliga investeringsbeslut resulterar felaktiga prognoser sällan till stora förluster. Följderna av felaktiga prognoser påverkar främst de investerare som följer analytikern. Dålig aktiehandel slår mot investeringsexperten omedelbart. Finansiella experter som ständigt gör felaktiga prognoser och ger ut dåliga aktierekommendationer kan på sikt förlora jobbet.⁷⁴ Alltför optimistiska prognoser är dock ofta till nytta för en enskild individs karriär.⁷⁵

⁷⁴ Andersson (2004)

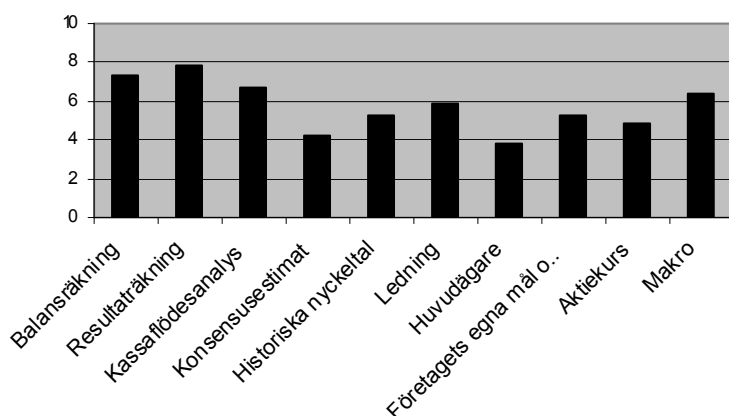
⁷⁵ Hong och Kubik (2003)

Empiri

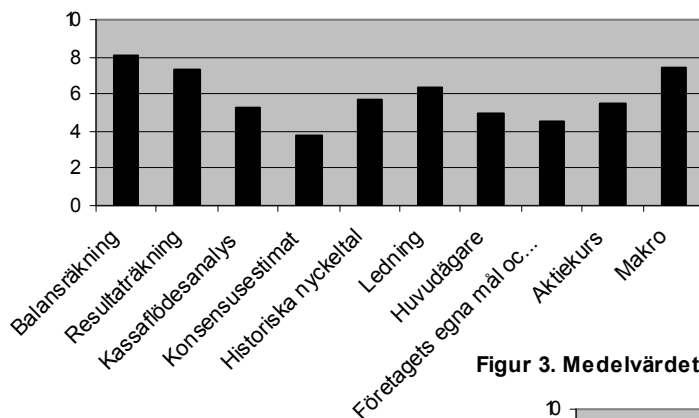
Detta kapitel syftar till att redogöra för allt insamlat material som använts som underlag i studien. Först redovisas det e-postutskick som gjorts för att läsaren ska få en uppfattning om vilka komponenter analytiker i gemen tycker är viktiga i sammansättningen av en analys. Därefter följer tio kvalitativa intervjuer med analytiker för att kunna skapa ett djup av det studerade fenomenet.

E-postutskick

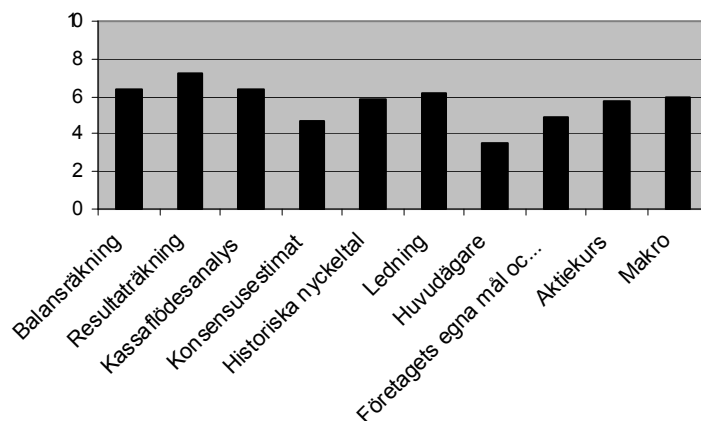
Figur 1. Medelvärde alla sektorer



Figur 2. Medelvärde för finanssektorn



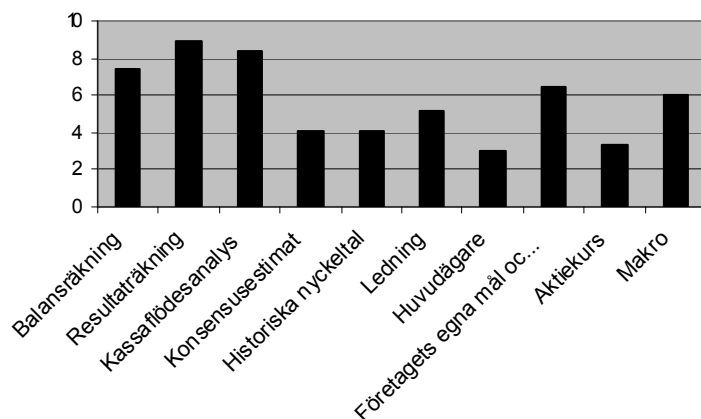
Figur 3. Medelvärde för råvaror/verkstadssektorn



E-postutskicken har genererat 97 svar i digital form vilket får anses som en förhållandevis stor andel eftersom antalet finansanalytiker i Stockholm uppgår till cirka 1700 analytiker⁷⁶. E-postutskicken är någorlunda jämn fördelade mellan de tre vitt skilda sektorer som vi har valt ut, finans, läkemedel och råvaror/verkstad. Vi har valt dessa tre sektorer i ett försök att finna eller säkerställa att det inte finns några diametrala skillnader av vikt för studien i

⁷⁶ Svenska Finansanalytikers Förening (2009)

Figur 4. Medelvärde för läkemedelssektorn



analyseras i uppsatsens analys del.

Intervjuer

Analytiker A

Denna analytiker (nedan kallad A) jobbar med att täcka nordiska banker på ett av de största och mest välrenommerade analyshusen. A anser generellt att tiderna just nu är speciella och att fundamentalvärdering för närvarande är väldigt sekundärt. Inte minst då finansrelaterade bolags värderingar det senaste året i hög utsträckning styrts av vilket förtroende marknaden haft för bolagen snarare än dess underliggande verksamhet.

Normalt jobbar A mycket med att bygga case på att han ligger högre eller lägre än konsensus på exempelvis vinstutveckling. A använder sig också mycket av olika modeller som tittar på balansräkningar. I dagsläget anser A att makrodata är viktigare än någonsin och att det många gånger kan ha större betydelse än bolagets egen situation.

A tycker att vinstestimaten på börsbolagen generellt släpar efter kursutvecklingen och att det aldrig har varit större spredda i prognoser än nu. Anledningen till att vinstestimaten släpar efter marknaden beror på att det tar tid att rapportera in resultat. A anser att osäkerheten för närvarande är extrem och resultatet skiftar enormt beroende på om man tittar på snittet eller medianen på liggande konsensus. Vilket det enligt A inte ska vara i en "normal värld."

A tittar just nu inte speciellt mycket på konsensus eftersom osäkerheten för närvarande är för hög. A tittade mer på konsensus förr än nu. Då gick det mer att bygga ett "case" kring att man avvek från konsensus.

hur analytiker värderar olika komponenter i olika sektorer. Figur 1 visar medelvärdet för hur alla 97 aktieanalytiker svarade på vårt e-postutskick. Figur 2, 3 och 4 visar medelvärdet på hur aktieanalytikerna i de olika sektorerna som vi har valt ut har svarat. Dessa figurer kommer vidare att diskuteras och

”I mitt jobb är det värdefullt att ligga i linje med konsensus. Det går inte att sälja några analyser då. Ligger man långt ifrån konsensus är det en tankeställare.”

”Vårt jobb är inte att ha rätt utan vårt jobb är att ha en åsikt och den åsikten ska bygga på någon form av analys. Baserat på den åsikten ska man ha en åsikt om var aktien ska ta vägen.”

A känner ingen oro inför jobbet men det är viktigt att kunderna⁷⁷ känner ett förtroende annars är det svårt att generera något courtage. Placerarnas förväntningsbild är viktigare än vinstestimaten eftersom kundernas förväntningsbild de facto är kunderna. Analytikern säger själv att aktiekursen i ”högsta grad är viktig”.

”Om jag ska argumentera för något upp eller ned så blir det samma sak som med vinstestimaten, ”analytikern vinner inget” på att också tycka den är värld 100 kr. Aktiekursernas volatilitet har dock minskat hänsynen till aktiekursen.”

Som analytiker anser A att man kan ta upp de extrema scenarierna i möten med investerare, men att man drar sig för att ta ut svängarna i en analys som ”skickas kors och tvärs på stan”. Bolaget kan läsa den och blir irriterade. A nämner gång på gång att det är viktigt att inte riskera sina kontakter med bolaget eftersom det är lätt att göra folk förbannade.

”I en negativ marknad har man mindre att vinna på att vara negativ vilket gör att man medvetet är lite mindre negativ i tryckt form och vice versa.”

Riktkursen bygger enligt A på en sammanvägning av allt där rätt avkastningskrav kan vara en viktig parameter för att få rätt riktkurs. A tycker att utländska analytikerhus har tekniskt avancerade modeller, men att det inte blir något värt eftersom de inte har med de mjuka parametrarna i samma utsträckning

Analytiker B

Denna högst seniora analytiker (nedan kallad B) på Sveriges mest expansiva kommissionär bevakar såväl banker som råvaror. Fokus ligger mest på bank men makrobilden är gemensam och viktig för båda sektorerna. B tycker att det som händer just nu på aktiemarknaden enbart handlar om riskjustering och att det är svårt att ha någon uppfattning om framtiden.

”Som marknaden uppträder just nu är man mer eller mindre diskvalificerad i sin yrkesroll, man har inte så mycket att tillföra. Det har varit en ren tradingmarknad.”

⁷⁷ Kunderna i denna uppsats definieras som investerare och placerare

B anser att alla analytiker har lite olika modeller men kontentan är snarlik och allt kokar ned till ungefär samma produkt. B säger sig titta på konsensusestimater efter att ha gjort sina egna prognoser och säger sig titta på konsensus först när han är osäker.

Analyserna har 6-12 månaders tidshorisont vilket B tycker är jobbigt eftersom de första tre månaderna är de viktigaste i hur analysen bedöms. B anser att det finns en diskrepans mellan kort och lång sikt i en analys. Av den anledningen använder B riktkursen för att tala om var han tror att aktien ska stå i kortsiktigt även om datamängden i analysen är på en längre tidshorisont. Själva analysen och hur den görs har inte förändrats under de senaste åren, med undantag för att riskpremien har fått ett större inslag i analysen.

B tycker det är svårt att gå emot marknaden och säger sig behöva mycket på fötterna för att kunna göra det. Annars är det svårt att få trovärdighet hos kunderna. Det är därför "alla" analytiker enligt B är negativa eller åtminstone något negativa.

"Skulle man komma fram till ett scenario som kraftigt avviker från gängse uppfattning på marknaden skulle du inte våga gå ut med det ändå. Det är viktigt att skapa en trovärdig bild av situationen ute hos kunderna."

Generellt anser B att analytiker är "2:a på pucken" vid skiftningar i konjunkturen och att prognoserna nu är extra viktiga eftersom marknaden jobbar efter dem. B tror att antalet råd som är rätt är fler i en stigande marknad.

B håller med om att riktkurserna gärna följer aktiekursen och att orsaken beror på att analytikerna är tvingade att vara kortsiktiga i sitt sätt att bemöta kunderna trots att underlaget ofta är utarbetat på 6-12 månaders sikt. Analytikerna är snabba med att anpassa riktkurserna efter aktiekursen.

"Hade analytikernas tillåtits att ha en mer långsiktig syn på bolag och marknaden hade det inte blivit så mycket skruvande på riktkurserna. Även om du tror att en aktie kan dubblas på 12 månader kan du inte ha den rikt kursen. Det är för lång tid. Kunderna vill ha att du kan pricka trenderna lite."

B anser att aktiekursen som estimat enligt författarnas definition är viktigare eftersom det är kunderna som "sätter aktiekursen". B använder sig av konsensus som en form av checklista för att hitta fel. B tror att spridningen mellan analytikernas estimat helt klart skulle bli större om det inte hade funnits någon konsensus. Vinstestimaten blir en "trygghetsfaktor" vilket B tror minskar mervärdet i analyserna ut mot kund.

Analytiker C

En mycket senior analytiker (nedan kallad C) som enbart täcker 5 bolag inom hälsosektorn. Det lilla antalet bolaget gör att C har mer tid för analys och uppger att kraven därigenom är väldigt höga. C lägger mer tid på att fånga in mjuka värden som sedan blir hårda data. Det som skiljer en dålig analytiker från en bra är förmågan att tänka scenariomässigt anser C.

Inom läkemedelsektorn anser C att tidshorisonten många gånger blir längre jämfört med andra branscher. C tycker att författarnas definition är rimlig men tillägger att det också är andra faktorer som påverkar kursen så som enskilda aktörer som säljer poster, olika flöden med mera. C tycker att det är siffrorna som kommer ur hans modeller som är det viktiga. Kunderna gillar dock att höra mycket och detaljerat om bolagen. Det blir lätt lite kundanpassat.

C bryr sig inte mycket om konsensus, men ser det som sin uppgift att vara med och bidra med material. C tycker inte att man kan titta för mycket på konsensus eftersom han är med och bidrar med data. Detta skapar skevaktigheter. Däremot anser C att han styrs av bolaget som ofta har synpunkter på hur han räknar.

Konsensus anser C har störst betydelse på kvartalsbasis och det finns ett egenintresse i att avvika från konsensus. Marknaden handlar kortsiktigt och den relativa exponeringen på närtid blir stor. C tycker också att det delvis kan bli intressekonflikter mellan kort och lång sikt. Det beror på vilka portföljer som kunderna har.

C säger sig sällan avvika mycket från konsensus eftersom han jobbar ”så nära bolagen.” Han tycker inte att det skulle vara ett trovärdighetsproblem att avvika mycket till en början, men anser senare under intervjun att en analytiker hamnar i en defensiv position om avvikelsen blir för stor. Därför är det viktigt att kunna tänka i scenarios.

C tycker trenden är att konsensus blir viktigare och viktigare eftersom aktiemarknaden fokuserar mer på det idag. Vissa företag exempelvis AstraZeneca gör egna konsensusinsamlingar. I bolag som har stor geografisk spridning får man som analytiker indirekt estimat med i sina analyser eftersom man tar siffror som finns tillgängliga (indirekta estimat). Vid frågan om vad han tror om konsensus avskaffande skulle han gärna se detta, men tror att efterfrågan från mäklare och andra är stor och att estimaten är betydelsefulla för en aktierekommendation på ett kvartals sikt.

När marknaden svänger tycker C att det bli mer aktiekursrelaterat och håller med om att det blir mer mjuka värden och att han påverkas av vad kursen står i för dagen.

”Som investerare så köper man ju inte en aktie som bara har några procents uppsida.”

C tycker inte att han använder sig mer eller mindre av konsensus nu än för några år sedan. C tror vidare att analytikeråren till sin natur allmänt är rädda för att förlora jobbet eftersom de ständigt rankas och utvärderas i olika mätningar både internt och externt. Kundernas rankning är de som betyder mest.

”Man kan inte hålla på och ligga sist i rankningarna eftersom man då inte får behålla jobbet särskilt länge”

Företagsledningens mål och förtroende syns tydligt i en aktievärdering och C tycker att det är vanligt att företagsledningen väldigt gärna styr förväntningsbilden.

”Som analytiker märker man av om man inte håller med bolagsledningen. Det kan vara ganska subtila signaler, men det märks att det inte är uppskattat.”

Analytiker D

Denna seniora och i sin sektor en i Sverige tongivande analytiker (nedan kallad D) bevakar allt från läkemedel till medicintekniska bolag. D tycker att nyckeltal och finansiell modellering är viktigt för analyserna. DCF-värderingen är viktig och används för förstå det långsiktiga värdet. D anser att det finns väldigt bra konsensusestimat och tycker att de generellt är ganska bra. När han sätter sina riktkurser är relativvärdering viktigast eftersom avkastningsvärderingen är mer på längre sikt.

D:s arbetsgivare är en fundamentalt styrd firma vilket gör att det svårt att sätta riktkurser över ett ”gällande” DCF-värde. D gör sina prognoser och lämnar in dessa till estimatfirmor. För exempelvis AstraZeneca finns det estimat ända fram till 2014 vilket ger en bra bild. Materialet innebär enligt D ett jättestöd numeriskt för en analys. I just fallet AstraZeneca sköter bolaget självt den bästa insamlingen. D anser att han alltid måste titta på konsensus.

”Det som räknas är inputdata och man måste leka djävulens advokat med sig själv med tanke på att alla andra också sitter och tittar på samma sak. Det känns svårt att avvika för mycket. Vilket gör att man tittar en extra gång för att se om man missat något.”

I nästa skede försöker D förstå varför placerarna värderar ett bolag på ett visst sätt. Har han sedan ett annorlunda scenario i sin analys blir det lättare att avvika från konsensus eller sätta en högre riktkurs än vad aktiekursen de facto står i. Analytikern tycker det är naturligt att estimat från analytiker ligger efter då analytiker är mer eller mindre tvungna att lyssna på bolagens ledningar. Dessa tenderar att alltid vara för optimistiska i positiva tider och för negativa i dåliga tider. Det är svårt som analytiker att avvika för mycket från bolagets prognoser eftersom informationsläget är så stort. Vad en analytiker då gör är att lägga sig lite under konsensus om han är negativ, men kanske inte så mycket som om han egentligen hade velat.

”Ingen vill svara ja på frågan om man justerar sina egna estimat efter konsensus men det är jobbigt att gå ifrån flocken. Skulle man göra det som analytiker och har fel riskerar man i slutändan sitt jobb. Den galna prissättningen under IT-ryan är ett bevis på hur svårt det är för analytiker att ha en annorlunda syn jämfört med det som anses vedertaget”.

”Ligger du väldigt mycket över konsensus i dina estimat är du antagligen en hjälte eller bara okunnig. Det bästa du kan göra i det läget är att sänka dina estimat så att du bara är 15-20 procent över. Du får samma effekt på din analys, men har inte lika mycket fel om det skulle gå åt fel håll. Den typen av risk/reward tror jag är väldigt attraktiv för en analytiker”.

D kan inte erinra sig om att han tänkt på frågeställningen om varför det ser ut så i branschen och kan inte avgöra huruvida det är placerarna, det vill säga kunderna, eller arbetsgivarna som skapar situationen. Men D kommer ihåg ett tillfälle då det var en investerare som sa till honom att sänka sina prognoser för att han inte skulle riskera sin trovärdighet i sina argument när han låg för högt på AstraZeneca.

D anser sig inte sig titta så mycket på aktiekursen när han sätter sin riktkurs. D tycker frågan påminner om den med konsensusprognoser. D tror att också riktkursen kan bli ett trovärdighetsproblem om man inte kan motivera varför man kommer fram till en speciell riktkurs. När det gäller avkastningskrav använder sig inte D av dessa för att få fram ”rimliga” riktkurser. D har förståelse för om andra ibland jobbar på det viset, men tycker samtidigt att det är lite oseriöst.

”Ingen bryr sig om ett DCF-värde eller att någon använder sig av vissa avkastningskrav. Däremot om de går i korrelation med högre eller lägre vinstprognoser, då kan en analys bli intressant.”

När det är hög osäkerhet tycker D att det känns bättre att luta sig mot kvantitativa modeller. Det är inte högre osäkerhet i läkemedelsbranschen nu än förr. Men produkter är av naturen ganska binära vilket gör att det är en normalsituation för en läkemedelsanalytiker.

D tycker konsensus är viktigt eftersom det styr aktiekursen är hur vinstutvecklingen går i relation till konsensus. D tittar mer på konsensus i det osäkra marknadsklimat eftersom ”ingen vet vad som händer” och då känns det bättre att ha något att luta sig mot.

”När risken är hög så känns det naturligt att man sällar sig mer till flocken.”

D anser att konsensus kan användas både för att bygga upp ”case” och för att ha något att hålla sig i. D tar upp som ett exempel att man får in konsensus i sina analyser genom att man kanske tittar på konsensusprognoser för läkemedelsbolag i Sydamerika och sedan applicerar detta i sin analys.

Enligt D har placerarna förståelse för att verkstadsanalytiker har mer fel i sina prognoser än exempelvis läkemedelsanalytiker. Professionella kunder dissekerar analyser mycket mer och kan tycka att en analys är intressant även om riktkursen är i linje med rådande aktiekurs om exempelvis vinstprognoserna ligger kraftigt över konsensus.

Analytiker E

Senior analytiker (nedan kallad E) som bevakar industribolag och råvarubolag. E använder DCF vid värdering men använder inte DCF-värdet som riktkurs utan ser det som en form av högsta möjliga värdering på bolaget. E tittar på aktiekursen när han ska sätta sin riktkurs för att inte avvika för mycket åt något håll. E tycker inte det ser bra ut att ligga för långt ifrån rådande aktie kurs.

”Kunderna ser det inte som seriöst om jag ligger 50 procent över aktiekursen.

Blir det köprekommendation är det bättre att jag sätter en riktkurs på 20 procent över aktiekursen istället för 50 procent. Det gör mig mer trovärdig.”

E säger sig inte titta speciellt mycket på konsensus utom för mindre delar där bolaget kanske har en geografisk spridning som leder till att han ”bakar in” rådata från mindre affärsområden. Riktkursen går enligt E att motivera på flera sätt varav ett kan vara att justera sitt DCF-värde på olika sätt.

Analytiker F

Senior analytiker på medelstor svensk kommissionär (Nedan kallad F) som följer det som banken definierar som hälsovård. I denna gruppen ingår i princip alla läkemedelsbolag, medicintekniska bolag och forskningsbolag.

F anser att det viktigaste just nu är att göra korrekta marknadsanalyser snarare än bolagsanalyser eftersom aktievärderingen i hög grad styrs av relativvärdering.

”Med tanke på hur stor osäkerheten är både i prognoser och i riktkurser slår det mycket högre hos placerare om du har en bra marknadsanalys. En riktkurs med dagens volatilitet känns nästan irrelevant”

F säger sig laborera med avkastningskrav och andra teoretiska variabler som han uttrycker det. Det är dock något som placerarna bryr sig mindre om idag. Det var en större fråga tidigare. Avkastningsvärderingen har enligt F överhuvudtaget blivit mindre intressant. Det är mycket mer relativvärdering som gäller idag. Bolag mot bolag, bolag mot börsen.

Konsensus är också viktigt enligt F för att kunna bygga upp case gentemot övriga marknaden.

”Det görs affärer om jag i en analys kan visa varför jag ligger 20% under konsensus. Att hitta avvikelser av den typen har blivit mycket vanligare och har för mig i stort sett tagit över riktkursarbetet”

”Riktkurser har ett extremt litet utrymme i vårt arbete. Jag har jobbat som analytiker i 13 år och talar med institutioner dagligen, och det händer i stort sett aldrig att vi pratar om riktkurser. Kunderna vill ha bra information och pusselbitar om bolaget. Vårt jobb är egentligen inte att säga köp eller sälj. Det är inte det vi får betalt för. Sedan kan det vara så att riktkurser är mindre viktigt i just min sektor ”

”Man vill ju inte vara en konsensuskille, men visst är det säkert så att många lägger sig vid konsensus, men det är inte det man tjänar pengar på”

Det är viktigt att veta vad konkurrenter tycker men man måste använda den informationen på rätt sätt. Det får inte bli så att man följer konsensus. Det finns folk i branschen som jobbar med att följa konsensus. Aktiekursen tycker F är irrelevant och anser att det är fel att justera värden man får efter rådande aktiekurs.

”Jag har inga problem att sätta den kurs som jag kommer fram till. Frågan är om jag vågar ta diskussionen, människor kan bli jättearga.”

F tycker att konsensusestimater är viktigare i USA men om han använder sig av dem måste han kunna visa och motivera varför. Jag kan inte anpassa mig efter andra då gör jag tjänstefel. Jag tror ingen gör det systematiskt, men man kan bygga case på konsensus. Det är klart man kan göra pengar på avvikelser. Samma sak gäller för avvikelser från aktiekurs. Idag jobbar F mer med spreddar.

"Idag gör man en höna av en fjäder. Hittar man något blåser man upp det. Om man tror på det så är det ok att skicka ut det till kunderna."

"För de stora aktörerna är det lättare att följa efter andra när de gör sina analyser. De gör maintenanceanalyser och mer preview- och aftershowanalyser. Detta behöver institutionerna. Då vi är små måste jag sticka ut för annars köper ingen mina analyser. Är vi neutrala så säger vi inget och det är ingen som förväntar sig det heller."

F anser att det krävs mer idag för att göra ett "case". Kraven har höjts på marknadskunskapen, konkurrenskunskapen, ja i stort sätt allt. Det är mindre fokus på DCF-modellen. DCF pratar ingen om då du kan få fram vilket värde du vill. Idag är DCF ett stöd och måste vara underbyggd.

"Jag skulle kunna på ett trovärdigt sätt motivera två helt olika DCF värden och får dig att tro på dem. Fundamenta är ute och man är mer rädd för att sticka ut från mängden, framförallt på köpsidan."

Analytiker G

Mycket senior analytiker (nedan kallad G) på tongivande svensk bank som täcker svensk verkstad. När G gör en analys så tror han att den triggas lika ofta av enskilda bolagshändelser som av att det händer något i omvärlden. Verkstad är mycket ett derivat av konjunkturen.

G tycker att makrofaktorer som exempelvis valutakursförändringar är frikopplat från arbetet med riktkurser. G anser att en aktie nästan aldrig är rätt värderad, utan beroende på var vi är i konjunkturykeln är aktien olika mycket värd i placerarnas ögon. Vilket korrekt värde G tror att aktien har anser inte han är lika intressant.

"Jag funderar själv ofta i mitt yrke vad som är min uppgift. Är det att tala om vad något är värt, eller tala om vad något kommer att bli värt? Frågar man kunderna är bilden splittrad och alla säger olika."

G tycker hans bank har ändrat arbetssätt och att de idag jobbar mycket kortsiktigare än vad de gjorde för några år sedan när det gäller riktkurser. Analytikern håller med om att det finns en

särkoppling mellan den klassiska analysen och riktkursen som har en betydligt kortare horisont.

”Vi måste ge kunderna vad de vill ha annars överlever inte vi. Alla säger att de är långsiktiga, men alla agerar kortsiktigt. Detta är något som vi ofta brukar skratta åt. Men det blir så eftersom alla utvärderas väldigt kortsiktigt.”

En anledning tror G till att alla har liknande syn är att alla får samma information och träffar samma människor. Som analytiker är man enligt G ofta bakbunden av vilket makrosenario ens bank har och när väl informationen kommer ut är det bara att för placerarna att agera direkt. Analytikerna har ledtider på sina analyser.

”Det ser ut som analytikerna släpar efter aktiekursen, men egentligen har båda aktörer gjort samma analys och bedömning. Skillnaden är bara att köpsidan kan agera i realtid.”

Själv hävdar G att han inte har någon koppling till konsensusprognoser eftersom han inte tror sig ha nytta av det. Han använder det inte ens för att bygga upp case. G erkänner dock att han kan titta på det i efterhand och att han fått höra av placerare om han avviker för mycket. Han tror att vikten av konsensus överdrivs generellt i och med att placerarna sitter och handlar i realtid. G vänder sig också emot resonemanget att riktkursen släpar efter aktiekursen rent generellt.

”Det investerarna ibland gör är att sätta ihop egna konsensusprognoser baserat på de analytiker som de tycker är bäst i branschen. Stora konsensus är generellt är mer fel. Undantaget är kanske konsensus för bolag i USA där bolagen guidar väldigt väl, vilket gör att analytikerna lägger sig i närheten.”

En anledning att G ändå tror att många analytiker ändå använder sig av konsensus är att det finns ett strukturfel i branschen. Där inte minst utländska banker låter analytikerna bevaka många bolag vilket leder till att analytikern gör ”för lite” av analysen själv.

”Jag skulle aldrig med gott samvete kunna bevaka så många bolag som en analytiker gör i London.”

Ytterligare en anledning till att konsensus kanske släpar efter enligt G kan bero på att vissa firmor jobbar med att ändra avkastningskraven eller riskpremien för bolagen för att på så sätt justera sina riktkurser. G är noga med att poängtera att han inte jobbar så.

G tycker att hans jobb som analytiker går ut på att vara ett bollblank mot investerare och hjälpa dem med frågeställningar av typen ”Vilka bolag ska man köpa om dollarn går upp?” Han hade gärna sett att han hade sluppit sätta några riktkurser eftersom han tycker att han har

mindre att bidra med på det området. G tycker att banken som arbetsgivare är väldigt bra och att man kan ha mycket fel utan att bli av med jobbet. Han tror att en analytiker sitter relativt säkert så länge ingen kan ”skjuta hål” på dennes resonemang.

Analytiker H

Analyschef (nedan kallad H) för en europeisk storbank som är mycket tongivande i sin sektor. Han täcker åtta till tio bolag och säger sig jobba mycket med kvalitativ information som sedan förädlas. Den schematiska strukturen består av insamling, förädling samt att kommunicera denna information. Dessa tre kommer dock inte alltid i tidsordning. Där H tar upp Swedbank som ett exempel där kunderna började visa intresse för Swedbank först.

H tycker det är naturligt att analytikernas riktkurser släpar efter aktiekursen eftersom det finns ledtider för analytiker. Framförallt när trenden håller på att svänga. Investerare handlar mer med maggropen. H har inte tittat på konsensus det senaste året eftersom han tycker osäkerheten är för hög. Han tycker generellt att riktningen är det viktigaste i konsensus, inte absolutnivån och håller med om att investerare bygger egna konsensusestimat för att kunna framhäva sina favoritanalytiker.

H anser att trovärdigheten är enormt viktig i samtalet med kunderna och tar upp ett konkret exempel när han hade en positiv bankanalys i februari i år som han var tvungen att ”tona ned” för att kunderna skulle tycka att han var trovärdig.

”Som analytiker måste man förstå vad marknaden är mottaglig för. Det är ingen mening att ha en åsikt som ingen tror på”

En analytiker sysslar enligt H med prissättning och inte värdering. Investerare kanske uppskattar en analytiker för hans sakkunskap och för att han har bra kontakter, eller för att han alltid har fel. H har också ett makroteam som han måste följa i sina analyser. Makro har större inverkan idag jämfört med för några år sedan.

Traditionellt värderar man banker efter ”sum of the parts-värdering”⁷⁸ och så sätter man sina riktkurser efter det. I goda tider när allt är mer säkert tror H att klustret av riktkurser är mer sammanpressat. Riktkursen sätts på 6-12 månader. Kunderna ser lite annorlunda ut vilket gör att H inte tycker sig se någon diskrepans mellan hans underliggande analys och vad han sätter för riktkurser.

⁷⁸ En form av relativvärdering där man värderar varje enskild del av bolaget för sig med hjälp av multiplar

Den mer långsiktiga värderingen är enligt H mer DCF-orienterad. H tycker att DCF-analyser används fel eftersom analytiker sällan värderar bolag över en cykel, utan har för låga avkastningskrav i högkonjunktur och för höga i lågkonjunktur.

”DCF är det bästa sättet att långsiktigt värdera en aktie. Relativvärdering är det bästa sättet att prissätta en aktie.”

H säger sig inte ha haft några problem med något bolag beroende på vilken syn han haft på ett företag. Men det gäller att ha respekt för ledning och visa att man på ett seriöst sätt försöker sig förstå bolaget.

H hade en riktkurs på 30 kronor i början på året när riktkursen låg runt 18 kronor. Nu när aktien står i 60 kronor har H en riktkurs på 87 kronor. Orsaken till omsvängningen på mindre än ett halvår beror på att marknaden nu är mer mottaglig och att relativvärderingen möjliggör den typen av riktkurs.

”Det handlar om kommunikation mellan två parter. Om man talar med någon som tror att ett bolag kommer gå i konkurs är det ingen mening att börja tala om riktkurser.”

”Hade jag sagt att en aktie är värd 90 kronor när kursen står i 18 hade jag blivit idiotförklarad och tappat kontakten med mottagaren. Då är det bättre att sänka riktkursen för att skapa trovärdighet.”

H gillar inte ordet analytiker. Han tycker sitt huvuduppdrag är att ge investerare information i deras investeringsprocess.

”Vår officiella slutsats är av sekundär betydelse. Investerare använder inte oss som orakel. Vill de veta något positivt om Swedbank ringer man x, vill man veta något negativt ringer man y, och kanske en tredje för sakkunskapen om bolaget.”

H tycker att han indirekt får med mycket av aktiekursens värde omedvetet i sina analyser eftersom alla analytiker gör en multipelvärdering som baseras på vad andra liknande bolag värderas till, vilket gör att du därmed indirekt får in andra konkurrenters aktiekurser i din analys.

H jobbar inte alls med att laborera med avkastningskrav för att få fram olika riktkurser. H tycker att det är nybörjarfasoner och skulle bli sur om någon av hans analytiker hade jobbat så.

Analytiker I

Före detta analyschef (nedan kallad I) för två medelstora mäklarfirmor i Sverige som i huvudsak bevakar telecomsektorn och numera är egen företagare. I är inte speciellt kvantitativ av sig utan jobbar i högre utsträckning med teknisk analys som instrument när han analyserar sina företag. Den tekniska analysen är viktigt för I både vid urval av företag och vid analysen.

I använder sig av konsensusestimater för att bygga upp case men också stämna av eventuella felaktigheter i sina egna prognoser. I håller med om att det finns ett problem i att prognoserna oftast är på 12 månader och att kunderna i regel tittar på kortare tid än så. I drev själv linjen hos en av sina förra arbetsgivare att analytikerna skulle få möjlighet att sätta riktkurserna på kortare tidshorisonter. Han säger sig inte vara rädd för att sticka ut från konsensus vare sig det gäller vinstprognoser eller riktkurser. I tycker att det krävs för att ”man” ska bli sedd på marknaden, vilket kan ha att göra med att han jobbat på firmor som enligt honom själv i större utsträckning kräver avvikande uppfattningar av analytikerna än branschen i gemen. Han tror heller inte att det är ofarligt att avvika för mycket från flokken eftersom man då kan förlora jobbet. Själv har I förlorat sitt jobb vid 2 tillfällen.

”Vågar man inte ha en uppfattning som är avvikande har man fel jobb. Fast det är säkert enklare att behålla jobbet om man inte är för ”avvikande” i sin uppfattning under allt för lång tid.”

I tycker inte att han väger in särskilt mycket av sina prognoser när han sätter sina riktkurser. Det handlar enligt I nästan enbart om en relativvärdering när han sätter riktkurser. I anser att riktkurserna kan upplevas som missvisande men att det inte spelar någon större roll då kunderna (läs placerare och investerare) ändå inte bryr sig om några riktkurser. I tror mest riktkurser handlar om ”gamla vanor” och att det rent principiellt inte spelar någon roll om de skulle försvinna. Vilket I tror att riktkurserna så småningom kommer att göra.

Analytiker J

Halvsenior analytiker (nedan kallad J) med åtta år i branschen som i huvudsak bevakar råvarusektorn. J bevakar ett 30-tal bolag och använder sig av konsensusestimater både för att göra urval av vilka bolag som ska analyseras närmare och för att kontrollera att han har rimliga prognoser i sina egna estimater.

”Med tanke på det pressade tidsschemat är det ett oerhört stöd att ha övriga analytikers vinstestimater och jämföra sig med.”

J har själv möjlighet att välja när och hur han vill sätta riktkurser i sina analyser. Det finns inget krav från arbetsgivaren på att J sätter riktkurser. Oftast gör han det när han kan hitta en nivå som ser bra ut med tekniskanalys.

”Mina riktkurser har ofta ingen koppling till den fundamentala eller relativa värderingen. De baseras oftare på vad jag tror att marknaden kommer att handla aktien på.”

J säger sig själv ha noterat att riktkurserna påfallande ofta ”verkar följa” aktiekurserna såväl upp som ned och att de närmast verkar vara särkopplade från den fundamentala analysen. J anser sig själv enbart jobba på det viset på grund av tidsbrist.

Analys

I analysen avser studien försöka bearbeta hur observerade fenomen i e-postutskick och intervjuer påverkar analytikernas analysarbete och upprättande av riktkurser. Empirin knyts an till det teoretiska ramverk som tidigare presenterats.

Inställning till konsensusestimat och aktiekurs

En genomgång av e-postutskicken visar att analytikerna generellt fäster störst vikt vid resultaträkningen och balansräkningen, tätt följt av kassaflödesanalysen. Även intresset för den makroekonomiska miljön hamnar högt vilket analytikerna anser är ett resultat av den osäkra omvärldsmiljön. Minst viktigt anser analytikerna är konsensusestimat och huvudägare. Siffrorna skiljer sig inte i någon nämnvärd omfattning oberoende av vilken bransch som studeras.⁷⁹

Skillnader finns emellertid, de analytiker som följer banksektorn har minst tilltro till konsensusestimat gällande framtida vinstprognoser.⁸⁰ Analytiker som bevakar cykliska bolag bryr sig mindre om vilka huvudägare ett bolag har.⁸¹ För ickecykliska bolag anser analytikerna att aktiekursen är mindre intressant.⁸² Båda dessa resultat är inte särskilt förvånade mot bakgrund av att samtliga bankanalytiker för närvarande bedömer situationen som väldigt binär för en stor del av sektorn. För många banker kommer kursutvecklingen att handla om en dubblering eller en halvering av aktiekursen under den kommande 12-månadersperioden. Samtidigt går det emot teori som stipulerar att flockbeteendet brukar vara ännu större när tillförlitligheten till ett bolags räkenskaper är låg⁸³. Vinstprognoserna för bankerna betraktas därför närmast som värdelös av de analytiker som följer sektorn. Vilket säger något om den genuina osäkerhet som just råder om den framtida vinstutvecklingen för bankerna.

För de analytiker som följer ickecykliska bolag som exempelvis läkemedel är situationen den omvända.⁸⁴ Här finns det i de flesta fall enligt intervjuade analytiker så pass bra vinstprognoser att det är ovanligt, för att inte säga svårmotiverat, att över huvudtaget avvika

⁷⁹ Se figur 1-4, sid. 16-17

⁸⁰ Se figur 2, sid. 16

⁸¹ Se figur 3, sid. 16

⁸² Se figur 4, sid. 17

⁸³ Hirshleifer och Teoh (2003)

⁸⁴ Se figur 4, sid. 17

från konsensus. Resonemanget stämmer väl överens med gängse teori som pekar på det faktum att det blir svårare för analytiker att ha en egen åsikt om rådande konsensusprognoser på marknaden anses tillförlitliga.⁸⁵ Värt att notera är att analytikerna C och G uttryckligen hade tyckt det varit bra om konsensusestimaten överhuvudtaget inte funnits. Också analytiker B som i och för sig tycker att konsensus är bra och ofta använder det som stöd, tror att dennes analyser hade haft mer att tillföra marknaden om det inte funnit några konsensusestimater.

Över huvudtaget har analytikerna en väldigt negativ inställning till konsensusestimat enligt studiens båda definitioner. Med några få undantag har samtliga rankat vinstprognoser som relativt ointressant information i analysarbetet och vid upprättandet av en riktkurs. Vid djupintervjuerna visar det sig emellertid tydligt att en överväldigande majoritet, med undantag för analytiker A, G och H, anser att konsensus är ett viktigt stöd i analysarbetet. En anledning till utfallet är troligtvis att det generellt uppfattas som pinsamt att erkänna för sig själv och andra att man faktiskt påverkas av vilka åsikter som kollegor har i branschen⁸⁶.

Samtliga analytiker med undantag av C och H påstår sig dock använda konsensus som någon form av ”felchecklista”. Risken i detta moment är bara att ”kontrollen” riskerar att bli det som styr utfallet av de egna prognoserna⁸⁷. Intressant är att två analytiker D och E tar upp att de indirekt får in andra analytikers estimat i sina analyser genom att de tvingas ta olika typer av marknads- och makrokonsensus för olika mindre marknader eller geografiska områden som ett bolag är verksamt på.

Inte heller aktiekursen anser analytikerna vid e-postundersökningen är speciellt viktig. Aktiekursen ses dock som viktigare än vinstprognoserna eftersom det är börsens placerare, det vill säga analytikernas kunder som sätter aktiekursen. Förankringseffekten blir därför större eftersom det är viktigt för analytikerna att inte ligga för långt ifrån rådande aktiekurs med sina riktkurser⁸⁸. Detta eftersom det annars är svårt enligt våra intervjuade analytiker att vara trovärdiga i sin dialog med kund. Analytiker H uttrycker saken väldigt tydligt när han som tongivande analytiker i sin sektor ansåg sig vara tvungen att vänta med sina åsikter på grund av att marknaden inte ansågs vara mottaglig för informationen⁸⁹. Först ett par månader senare

⁸⁵ Wærneryd (2001)

⁸⁶ Banerjee (1992)

⁸⁷ Goldberg och von Nitzsch (2002)

⁸⁸ Amir och Ganzach (1998)

⁸⁹ Bordia och DiFonzo (2002)

när nervositeten lagt sig kunde analytiker H gå ut med en reviderad syn på sitt bevakade bolag. Att anpassa sitt budskap till mottagaren är ännu ett sätt att uppnå effektiv kommunikation⁹⁰.

Även om analytiker kåren kan anses som den finansiella marknadens ankare⁹¹ är flockbeteendet större i osäkra tider⁹². Det är dock bara analytiker B, E, I och J som påstår sig direkt justera sin rikt Kurs efter aktuell aktiekurs.

Arbetsmetoder och värderingsmetoder

Samtliga analytiker med undantag för analytiker J använder sig av en värderingsansats som bygger på någon form av DCF-värdering som beskrivs i teoriavsnittet⁹³. DCF-värderingen används främst för att lägga ”en grund” i värderingen och ses av samtliga analytiker som något som ”hör till en analys”, men som oftast inte åsätts något större värde ut hos analytikernas kunder. Istället talar merparten av analytikerna om det som de anser är en konflikt och särkoppling mellan riktkursen och absolutvärderingen av ett företag i en analys.

Enligt studiens intervjumaterial beror konflikten på att riktkurserna i analyserna oftast sätts på ett par månaders sikt upp till halvår, medan själva analysmaterialet är baserat på ett år. Anledningen ska vara att kunderna efterfrågar kortare placeringshorisont. Påståendet bli än mer intressant när sex av tio analytiker i intervjuerna öppet anser att deras riktkurser mer eller mindre är en effekt av en relativvärdering som görs av konkurrerande bolag till det analyserade bolaget⁹⁴.

Generella problem för en analytiker

Vid intervjuerna framkommer en rad generella problem för analytikerna som har relevans för hur de sätter sina riktkurser. Till att börja med säger samtliga analytiker med undantag av G och I att det kan bli problem med allt för avvikande riktkurser. Detta eftersom kunderna (placerarna) är olika mottagliga för olika typer av budskap beroende på marknadsklimat⁹⁵. Att som analytiker tappa förtroende hos kunderna innebär i förlängningen att man förlorar sitt

⁹⁰ Bambacas och Patrickson (2008)

⁹¹ Cragg och Malkiel (1968)

⁹² Avery och Zemsky (1998)

⁹³ Bruner (2004)

⁹⁴ Bruner (2004)

⁹⁵ Pelletier och Sharp (2008)

jobb⁹⁶. För analytiker blir aktiekursen och konsensusestimater därför inte bara ett stöd. Man ökar därtill sina ”överlevnadsmöjligheter” på marknaden genom att följa flokken⁹⁷. Därtill är flockbeteendet på finansmarknaden än starkare under osäkra perioder⁹⁸.

Nästan samtliga analytiker med undantag av G anser att det är bättre att dra ned lite på sina prognoser om man redan är mest positiv eller negativ till något bolag. Detta eftersom analytikern redan har mest rätt om utfallet går dennes väg, men mindre fel om resultatet skulle bli det omvända. Beteendet är en konsekvens av de utvärderingar och rankingar som görs, vilket gör att analytikerna därigenom får ett tydligt incitament att justera prognoser för att bibehålla en hög ranking⁹⁹. Av samma anledning får äldre och redan etablerade analytiker mindre incitament att kraftigt avvika från konsensus eftersom de också har mest att förlora på ett sådant beteende. Mindre erfarna analytiker eller analytiker på mindre banker tvingas enligt analytiker F och I att vara mer aggressiva för att kunna bygga upp ett rykte och göra sig hörda på marknaden¹⁰⁰.

Analytiker J tar upp problemet med att en del analytiker bevakar för många bolag. Vilket gör att det kan vara rationellt för en analytiker att stödja sig på aktiekursen och vinstprognoser i större utsträckning än vad som kanske hade varit fallet om analytikern hade haft mer tid att bearbeta materialet¹⁰¹. Analytikerna B, C och G säger sig inte själva jobba så men tror att det är ett relativt vanligt förekommande problem bland utländska banker där analytikerna tvingas att bevaka fler bolag per analytiker jämfört med de svenska bankerna.

Därtill är det inte ovanligt att de företag som analytikerna är satta att bevaka har åsikter om vilka riktkurser och prognoser som olika analytiker har. Analytiker C och D pekar på exempel som AstraZeneca vilket självt håller i insamling av analytikernas vinstprognoser. De menar att det i regel inte är några problem att ha en avvikande uppfattning. Analytiker C säger att bolagen är snabba med att tala om när de ”räknat fel” och bemötandet från bolagen kan bli sämre som en konsekvens av en ”oönskad” analys.

⁹⁶ Anfersson (1994)

⁹⁷ Tullberg och Tullberg (1994)

⁹⁸ Avery och Zemsky (1998)

⁹⁹ Stickel (1992)

¹⁰⁰ Hong et al. (2000)

¹⁰¹ Goldberg och von Nitzsch (2002)

Ett flertal av analytikerna anser också att det egentligen inte ligger i deras primära uppgifter att sätta några riktkurser på bolagen. Analytiker A tycker inte att hans jobb kan utvärderas i termer av ”rätt och fel”. Vilket ligger väl i linje med den forskning som noterar att analytiker kallas finansiella experter alldeles oavsett prestation¹⁰². Istället hävdar de flesta intervjuade analytiker att de ska ses som bollplank gentemot sina kunder. Bollplank som sitter på ämneskunskaper och som förstår områdets egenskaper¹⁰³.

¹⁰² Andersson (1994)

¹⁰³ Shanteau (1992)

Slutsats

Hur påverkar aktiekursen och marknadens konsensusestimat analytikernas motiverade aktiekurs och bör en placerare fästa någon vikt vid riktkursen?

Att vara analytiker är inte lätt. Inte nog med att de har den otacksamma uppgiften att försöka uttala sig om framtiden. De ska därtill göra det på en aktiemarknad vars lynne har mer gemensamt med ett psykotiskt nervvrak än med en sansad och kalkylerande investerare.

Arbetsförhållandena gör att det inte är konstigt om aktieanalytikerna tar intryck av varandras vinstprognoser eller aktuell aktiekurs. Tvärtom, det är ur flera aspekter fullt rationellt. För det första har analytikerna oftast inget att vinna på att sticka ut för mycket. En analytiker som avviker för mycket från konsensus gällande vinstprognoser eller aktuell aktiekurs riskerar många gånger mer än han har att vinna. Det kan vara svårt att bygga upp eller bibehålla förtroendet hos placerare, analytikern riskerar att göra sig ovän med det analyserade företaget, och i värsta fall riskerar han sparken om han långvarigt ligger för långt ifrån övriga marknaden i sina prognoser och riktkurser. Det är också rationellt för en del analytiker att inte lägga ned allt för mycket tid på att försöka skapa sig egna åsikter på grund av tidsbrist eller komplexiteten i vad som analyseras. Undantaget kan vara analytiker som jobbar på mindre firmor som måste använda sig av mer ”radikala” åsikter för att ”nå ut” på marknaden.

Ett annat av de mer intressanta fenomenen som tydligt framkom under intervjuerna var hur lite analytikernas vinstprognoser verkar påverka deras val av riktkurs. Den fundamentala värderingen verkar bitvis vara något som görs för att skapa trovärdighet snarare än den efterfrågas. Riktkursen sätts mest efter hur konkurrenternas aktiekurser utvecklats i relation till det analyserade bolaget. Själva skulle analytikerna aldrig skriva under på den ovan något förenklade bilden av verkligheten. Men samtidigt säger flertalet av de intervjuade analytikerna att deras egentliga uppgift varken handlar om att räkna ut en korrekt DCF-värdering eller att sätta en korrekt riktkurs. Istället säger sig analytikerna vara bollplank som på olika sätt hjälper sina kunder med investeringar tack vare sin sakkunskap, snarare än prognostiserande förmåga. Om det nu är så. Varför ska det då vara så svårt att öppet kunna säga att det är så yrkeskåren jobbar?

Att analytikers rekommendationer inte är tillförlitliga har varit välkänt sedan 30-talet¹⁰⁴. Även om denna studie inte haft för avsikt att kvantitativt studera tillförlitligheten i analytikernas riktkurser gör analytikernas arbetsmetoder och arbetsförhållanden att varje sund investerare inte bör fästa någon större vikt vid vilka riktkurser som analytikerna sätter upp i sina prognoser. Riktkursen ska inte tas som någon prognos på en framtida aktiekurs för det är inte så den verkar användas av analytiker och placerare i praktiken. Flertalet analytiker i studien vill ha bort riktkurserna och analytiker I tror att de mest finns kvar av ”gammal vana”.

En trolig anledning till att analysavdelningarna trots allt finns i relativt stor skala är att professionella investerare kanske känner det tryggt att ha någon att ”hålla i handen” vid placeringsbeslut. Ett liknande beteende går att skönja i andra sammanhang när företag har en tendens till att ta in konsulter trots att ledningen ofta vet vad som behöver göras. Men om exempelvis en omorganisation går fel är det skönt att ha någon att skylla på, underförstått konsulterna, eller i vårt fall banken när en placering har gått åt fanders.

Skulle sedan någon trots allt bry sig om analytikernas riktkurser kan vän av ordning fortfarande undra varför, eftersom de ändå släpar efter aktuell aktiekurs och därför i alla fall har ett tveksamt värde.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Cowles (1933)

¹⁰⁵ InvestorsInsight (2008)

Diskussion och uppslag för vidare forskning

Detta stycke syftar till att ge läsaren uppslag för vidare forskning utifrån de tankar och teorier som denna studie kan ha väckt.

Studien du nu hållit i din hand är att betrakta som ”ytterligare en i raden” av studier som ifrågasätter värdet av analytikernas arbete. Att analytikerårens arbete ifrågasätts är både sunt och önskvärt. Frågan är om det på sikt ens är möjligt kunna ta betalt för någon omfattande analys. Särskilt med tanke på att alla större fondförvaltare har byggt upp egna analysteam. Fondförvaltarna borde rimligen inte kunna göra sämre analyser. Av den anledningen hade det varit intressant att se studier om betalningsviljan hos dem som i denna studie är definierade som kunder.

Studien har också på ett intressant sätt öppnat upp för vidare forskning kring definitionen av vad som egentligen är analytikernas yrkesroll. Ett flertal analytiker säger sig i de intervjuer som gjorts att de på fullt allvar funderar på var som egentligen är deras uppgift. Mest talande är kanske citatet nedan:

”Jag funderar själv ofta i mitt yrke vad som är min uppgift. Är det att tala om vad något är värt, eller tala om vad något kommer att bli värt? Frågar man kunderna är bilden splittrad och alla säger olika.”¹⁰⁶

Kanske skulle bankerna börja fundera över sina affärsmodeller. Risken är annars att kunderna hinner före.

¹⁰⁶ Analytiker G

Referenslista

Intervjuer

(Uppställning utifrån intervjudatum ej utifrån ordningen i empirin)

Aktieanalytiker Handelsbanken, 2008-04-06

Aktieanalytiker Swedbank, 2008-04-16

Aktieanalytiker HQ Bank, 2008-04-16

Aktieanalytiker ABG Sundal Collier, 2008-04-17

Aktieanalytiker Erik Penser, 2008-04-20

Aktieanalytiker Öhman, 2008-04-20

Aktieanalytiker SEB Enskilda, 2008-05-06

Aktieanalytiker CA Cheuvreux, 2008-05-12

Aktieanalytiker f.d. Glittnir, 2008-05-15

Aktieanalytiker Affärsvärlden, 2008-05-15

Informella intervjuer

Magnus Sjöbäck, Affärsvärlden, 2009-04-14

Marcus Larsson, SME Direkt, 2009-03-24

Internetkälla

Affärsvärlden (2001), *Vem kan man lita på?*, Stockholm: Affärsvärlden. Tillgänglig [online]: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article245117.ece> [2009-05-21]

InvestorsInsight (2008), *Asleep at the wheel, or, How I learned to stop worrying and love the bomb*, InvestorsInsight Publishing, Inc. Tillgänglig [online]: http://www.investorsinsight.com/blogs/john_mauldins_outside_the_box/archive/2008/04/07/asleep-at-the-wheel-or-how-i-learned-to-stop-worrying-and-love-the-bomb.aspx [2009-05-21]

SME Direkt (2009), *Prognoser*, Stockholm: SME Direkt. Tillgänglig [online]: <http://www.direkt.se/direkt/site/products/sme.page> [2009-05-21]

Svenska Dagbladet (2009), *Värsta året sedan 30-talet*. Stockholm: Svenska Dagbladet. Tillgänglig [online]: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/artikel_2781501.svd [2009-05-21]

Svenska Finansanalytikers Förening (2009), *Historik*. Stockholm: Svenska Finansanalytikers Förening. Tillgänglig [online]: <http://www.finansanalytiker.se/subpage.asp?page=3> [2009-05-21]

Litteratur

Al-Alawi, A.I., Al-Marzooqi, N.Y. och Muhammed, Y.F. (2007), "Organizational culture and knowledge sharing: critical success factors", *Journal of Knowledge Management*, vol. 11, nr 2, s. 22-42.

Amir, E. och Ganzach, Y. (1998), "Overreaction and Underreaction in Analysts' Forecast", *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 37, nr 3, s. 333-347.

Andersson, P. (2004), *How well do financial experts perform? A review of empirical research on performance of analysts, day-traders, forecasters, fund managers, investors, and stockbrokers*. Working paper, Center for Economic Psychology, Handelshögskolan, Stockholm.

Avery, C. och Zemsky, P. (1998), "Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets", *American Economic Review*, vol. 88, nr 4, s. 724-748.

Bambacas, M. och Patrickson, M. (2008), "Interpersonal communication skills that enhance organizational commitment", *Journal of Communication Management*, vol. 12, nr 1, s. 51-72.

Banerjee, A.V. (1992), "A Simple Model of Herd Behavior", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, nr 3, s. 797-817.

Bazerman, H. (2002), *Judgement in managerial decision making*. New Caledonia: Courier Westford.

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. och Welch, Ivo. (1998), "Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, nr 3, s. 151-170.

Bordia, P. och DiFonzo, N. (2002), "When social psychology became less social: Prasad and the history of rumor research", *Asian Journal of Social Psychology*, vol. 5, nr 1, s. 49-61.

Bruner, F.R. (2004), *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Cowles, A 3rd. (1933), "Can Stock Market Forecasters Forecast?", *Econometrica*, vol. 1, nr 3, s. 309-324.

Cragg, J. och Malkiel, B. (1968), "The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings", *The Journal of Finance*, vol. 23, nr 1, s. 67-84.

Goldberg, J. och von Nitzsch, R. (2002), *Behavioral Finance*. München: FinanzBuch Verlag.

Hirshleifer, D. och Teoh, S.H. (2003), "Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis", *European Financial Management*, vol. 9, nr 1, s. 25-66.

Holm, O. (2006), "Communication process in critical systems: dialogues concerning communications", *Marketing Intelligence & Planning*, vol. 24, nr 5, s. 493-504.

Hong, H., Kubik, J.D. och Solomon, A. (2000), "Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts", *RAND Journal of Economics*, vol. 31, nr 1, s. 121-144.

- Hong, H., och Kubik, J.D. (2003), "Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts", *The Journal of Finance*, vol. 58, s. 313-351.
- Koller, T., Goedhart, M. och Wessels, D. McKinsey & Company (2005), *Valuation – Measuring and managing the value of companies*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*. Lund: Studentlitteratur.
- Nofsinger, J.R. (2008), *The Psychology of Investing*. New Jersey: Pearson Education Inc.
- Park, A. och Sabourian. H. (2006), "Herd Behavior in Efficient Financial Markets". University of Toronto/ University of Cambridge.
- Pelletier, L. G. och Sharp, E. (2008), "Persuasive communication and proenvironmental behaviours: How message tailoring and message framing can improve the integration of behaviours through self-determined motivation", *Canadian Psychology*, vol. 49, nr 3, s. 210-217
- PricewaterhouseCoopers i Sverige AB. (2007), *Företagsvärdering- översikt av området baserat på erfarenhet*. Lund: Studentlitteratur.
- Rubin, H.J. och Rubin, I.S. (1995), *Qualitative Interviewing- the art of hearing data*. Thousand Oaks: Sage Publications Inc.
- Sevón, G. (2004), *Emotioner och värderingar i näringslivet*, s. 117-124, Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Sewell, M. (2008), *Behavioural Finance*, Department of Computer Science. University College London.
- Shanteau, J. (1992), "Competence in experts: The role of task characteristics", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, vol. 53, nr 2, s. 252-266.
- Shanteau, J. (1995), "Expert judgement and financial decision making", i Green, B. (red.), *Risky Business: Risk Behavior and Risk management*. Stockholm University.
- Stickel, S.E. (1992), "Reputation and performance among security analysts", *The Journal of Finance*, vol. 48, s. 1811-1836.
- Söderlund, M. (2001), *Den lojala kunden*. Malmö: Liber ekonomi.
- Tullberg, J. och Tullberg, B. (1994), *Naturlig etik: En uppgörelse med altruismen*. Stockholm: Lykeion.
- Yin, K.R. (2003), *Case study Research – design and Methods*. Thousand Oaks: Sage Publications Inc.
- Wärneryd, K.E. (2001), *Stock-market psychology: How people value and trade stock*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.

Appendix

Appendix består av frågebatteriet som användes vid de tio strukturerade intervjuerna med analytiker. Ordningen på dokumenten följer ordningen som användes på intervjuerna. Den sida där analytikerna skulle rangordna olika komponenter de använder är den enkät som skickades per e-post till analytiker.

Del 1

Fråga 1:

Berätta hur du gör en analys? Vilka komponenter eller steg/delmoment har du i din analysstruktur?

Fråga 2:

Varför använder du just dessa steg/delmoment i din analysstruktur?

Fråga 3:

Har du haft steg/delmoment som du har tagit bort?

Fråga 4:

Finns det några steg/delmoment som du skulle vilja lägga till?

Fråga 5:

Skiljer sig hur du gör dina analyser gentemot dina kollegor och andra analytiker?

Fråga 6:

Vilka komponenter tycker du är viktigast när du gör en analys?

(exempel: Balansräkning, konsensusestimater, kassaflödesanalys, historiska nyckeltal osv.)

Fråga 7:

Vad tycker du är minst viktigast när du analyserar ett bolag?

Vilka är de 10 viktigaste komponenterna du använder när du genomför en analys av ett företag och sätter en rikt Kurs?

Rangordna följande moment nedan från 1-10 där 1 är högst och 10 är lägst.

Moment	Rangordning
Balansräkning	()
Resultaträkning	()
Kassaflödesanalys	()
Konsensusestimater	()
Historiska nyckeltal	()
Ledning	()
Huvudägare	()
Företagets egna mål och prognoser	()
Aktiekurs	()
Makrodata	()

Något du anser viktigare än ovanstående:

Del 2:

Fråga8:

Den komponent du tycker var **minst viktig**, hur viktig tycker du att den är på en skala 1-10?

Fråga9:

Den komponent du tycker var **viktigast**, hur viktig tycker du att den är på en skala 1-10?

Fråga 10:

På vilket sätt tittar du på var aktiekursen befinner sig när du sätter en riktkurs?

Fråga 11:

Varför tittar du på rådande aktiekurs?

Fråga 12:

På vilket sätt tittar du rådande konsensusestimat när du anger dina egna prognoser?

Fråga 13:

Varför tittar du på rådande konsensusestimat?

Fråga 14:

Tittar du mer på aktiekursen och konsensusestimat nu än för 1 och 2 år sedan?

Fråga 15:

Vad skulle hända om du inte tittade på rådande aktiekurs och konsensusestimat?

Fråga 16:

Ge en kort kommentar till hur du arbetar med följande komponenter:

- Balansräkning
- Resultaträkning
- Kassaflödesanalys
- Konsensusestimat
- Historiska nyckeltal
- Ledning
- Huvudägare
- Företagets egna mål och prognoser
- Aktiekurs