Koller, Geardhart, Wessels

1.

Yrityksen arvonmuodostumisen ymmärtäminen on tärkeää jotta osata jotta ymmärretään mihin suuntaan yritys on kehittymässä. (johdon näkökulma), Johdon on ymmärrettävä päätöstensä taakse, tuoko kyseinen investointi yrityksen lisäarvoa vai tuhoaako ko investointi sitä. Esimerkiksi yrityksen ollessa vahvassa kasvussa investointi / rahan sitominen matalan sijoitetun pääoman tuoton kohteeseen saattaa tuhota yrityksen arvoa ennemmin kuin tuoda sitä.

Yrityksen strategian ja taloudellisen menestymisen välillä on tiivis suhde. Kuitenkin suunniteltua strategiaa voi yritysjohto toteuttaa väärin, mikäli se keskittyy vääriin asioihin, vääriin tunnuslukuihin. Voidaan keskittyä kasvattamaan tuloslaskelman liikevaihtoa, myyntiä, osakekohtaista tulosta tai jotain muuta lyhyen aikavälin mittaria kun pitäisi rakentaa yritystä pitkällä aikavälillä ja valuation kirjan mukaan seurata sijoitetun pääoman tuottoa (Return on invested capital) (Johdon näkökulma)

Toisaalta mikäli yritystä tutkitaan ulkoapäin, kuten sijoittajat analyytikot tekevät. On ymmärrettävä yritysten taloudellisten lukujen taakse. Mitkä päätökset ovat johtaneet tämän hetkiseen taloudelliseen tilanteeseen. Jotta yrityksen taloudellisia tiedotteista osaisi lukea rivien välistä yrityksen suunnan on ymmärrettävä mihin suuntaan yritys on kulkemassa.

Valuation kirjan mukaan yritys tuottaa taloudellista arvoa vain mikäli sen sijoitetun pääoman tuotto ylittää sen pääoma kustannukset. Yritys voi kasvattaa osinkoa vaikka se ei tuottaisi lisäarvoa. Tällöin kuitenkin on kysymyksessä että osinko on kustannettu muutoin. Kenties palauttamalla osakkeenomistajille yritykseen kertyneitä varoja tai sitten rahoittamalla jaettavat osingot velalla

* + 1. shareholders values vs stakeholders values
    2. kasvun tuoma hyvinvointi ympärille luo myös yritykselle arvoa
    3. Positiivisen yrityskuvan vaikutukset
    4. ympäristönsuojelu nyt taloudellisesti järkevää voi muuttua uuden ympäristölainsäädännön takia kalliiksi yritykselle
    5. Internet bubble and financial crisis / vaarojen välttäminen, mitä rahoitetaan financing illiquid assets with short-term debt
    6. Ei liian shot-termism vaan katsotaan pidemmälle (EPS), ohitetaan tilaisuudet jotka kasvattaisivat yrityksen arvoa pitkällä tähtäimellä, R&D pienennetään paremman EPS toivossa, Ohjataan myyntejä alennuksin tietylle jaksolle.

2.

Kasvun, ROIC (Return on invested Capital) ja kassavirran välillä on matemaattinen suhden. Tämä tarkoittaa sitä että mikäli tutkitaan yrityksen kasvua niin pitää myös tutkia yrityksen sijoitetun pääoman tuottoa ja kassavirtaa. Sijoittaja joka lähtee tutkimaan pelkästään kassavirtaa, tulee helposti harhaan johdetuksi. Mietitäänpä tilannetta jossa yrityksen kassavirta on kasvanut. Tämä plus-merkki voi olla tullut monesta suunnasta. Yritys on voinut vähentää markkinointia, jolloin viivan alle on jäänyt enemmän tilikauden päätyttyä. Markkinoinnin vähentäminen voi kuitenkin olla tosi huono juttu pitkällä tähtäimellä. Meinaako yritys kenties tulevana vuonna tehdä taas saman, kun myynti laskee kenties vähemmän markkinoinnin johdosta.

Valuation kirjassa todetaan että yritys jonka sijoitetun pääoman tuotto ylittää sen pääoman kustannukset tuottavat lisäarvoa. Kuitenkaan pelkkää sijoitetun pääoman tuottoa ei voi tutkailla, sillä pitää ymmärtää mitkä on pääoman kustannukset ja mikä on yrityksen kasvu. Korkean kasvun vaiheessa investointi matalan sijoitetun pääoman tuoton kohteeseen saattaa tuhota arvoa mikäli sijoitettu pääoman tuotto ja alle pääoman kustannusten.

Matemaattinen kaava miten kasvu ROIC ja kassavirta linkittyvät menevät seuraavasti

* + 1. Growth = ROIC X Investment Rate
    2. Cash flow = Earnings X (1- Investment rate)
    3. Investment rate = Growth / ROIC
    4. ROIC = additional profit / vuotuinen investointi

Myös yrityksen arvon määrittämisen kannalta pitää ottaa matemaattinen linkki kasvun ROIC ja kassavirran välillä huomioon. Otetaan esimerkiksi kaksi yritystä a ja b. molemmat tienaavat 100 yksikkö tulosta, josta A investoi 50 yksikkö kun taas B investoi 25 yksikköä. Näin ollenhan yritykset ovat tehneet saman tuloksen mutta niiden kassavirrat kuitenkin eroavat toisistaan. A:n kassavirta on 50 yksikköä kun taas B:n kassavirta on 25 yksikköä. Nyt sitten jos vain arvioidaan yrityksen arvoa pelkän kassavirran perusteella mennään harhaan, koska olettaahan sopisi että B olisi arvokkaampi tulevien kassavirtojen perusteella. Myös kassavirrata johdettu P/E tunnuslukukin antaisi väärän kuvan.

Näin ollen siis arvioitaessa yrityksen arvoa pitää huomioida kaikki kolme kasvu, ROIC ja kassavirta.

3.

TRS (Total returns to shareholder) eli osakkeenomistajan kokonaistuotto. Yksinkertaisimmillaan selitettynä TRS tarkoittaa tuottoa jonka osakkeenomistaja on saanut osakkeen arvon nousuna ja osinko tuottoina. TRS voidaan hyvin käyttää johdon suorituksen mittaamiskeinona, eli kuinka hyvin yrityksen johto on suoriutunut tehtävässään tuottaa lisäarvoa johtamansa yrityksen osakkeenomistajille.

TRS on kuitenkin puoliansa mitkä pitää ottaa huomioon. TRS soveltuu huonosti lyhyen aikavälin suorituksen mittaamiseen. Valuation kirjassa suositellaan mittaamisajanjaksoksi vähintään 10 - 15 vuotta. Mikä kuulostaa tämän päivän kvartaalitaloudessa todella pitkältä ajalta. Lyhyemmillä ajanjaksoilla ongelmaksi muodostuu expectations dreadmill. Kuvitellaan tilanne että yritys on pitkään jatkuneen heikomman kehityksen jälkeen tekemässä käännöstä parempaan. TRS yhtenä komponenttina on osakkeen arvonkehitys. Yrityksen osakkeessa ei ole sijoittajien kautta juuri odotuksia koska kehitys on ollut heikkoa. Yritys kuitenkin tekee suunnan muutoksen ja yrityksen tulos alkaa kasvaa. Alkuun yritys parantaa reippaasti koska tehostamistoimet purevat ja myynti nousee selvästi. Yrityksen osakkeeseen alkaa muodostua odotuksia, joten vuosi vuodelta yrityksen pitäisi parantaa yhä enemmän että osake nousisi vanhaan tapaan. Lopulta tilanne on se, että vastaavanlainen positiivinen kehitys mikä sai käännekohdassa osakeen laukkaamaan, on vain normaalisuoritus markkinoille. On muodostunut expectiations dreadmill. Positiivinen kehitys on kokenut eräänlaisien inflaation. Pahimmassa tapauksessa yrityksen johto alkaa ottaa suurempia riskejä saavuttaakseen saman TRS kuin aikaisemmin. Pitkällä ajanjaksolla kuitenkin hetkelliset kehitykset tasoittuvat, joten TRS kuvaa paremmin johdon suoritusta.

Johdon suorituksen määrittelyyn TRS soveltuu huonosti myös sen takia, että siihen vaikuttavat ulkoiset tekijät, kuten korkotaso ja markkinoiden yleinen kehitys.

Perinteisen TRS laskennan ongelmaksi myös muodostuu että se ei kerro mitkä parannnukset operaatioissa on tapahtunut, joten TRS pitää purkaa osiin ja löytää luvun takaa luvun takana olevat ajurit. Valuation kirjassa käsitellään kaavojen kautta TRS muodostumista ja päästään lopputulokseen, että TRS ajurit ovat:

* muutokset osakkeenomistajien odotuksissa P/E
* Profit growth / Revenue growth
* Return on Capital
* Earnings yield E/P (profit marginal)