

PERSPEKTIV #9 BLS CAPITAL

JULI 2020

BLS
CAPITAL



HVAD KØBER MAN EGENTLIGT NÅR MAN INVESTERER I EN AKTIE?

Som langsigtede investorer og medejere af selskaber er det vores holdning, at det grundlæggende er vigtigt at huske på, hvad det helt specifikt er, man køber, når der erhverves en andel af et børsnoteret selskab – en aktie.

Det er vigtigt at sondre mellem markedsværdi (altså aktiekurs) og fundamentalværdi. Særligt når bølgerne går lidt højt, og aktiekurserne gynger op og ned.

Denne afgørende sondring giver os, som fundamentale investorer, muligheder i markedet.

Ved at erhverve en aktie købes en andel af et selskab, og dermed en andel af den fremtidige indtjening og de fremtidige pengestrømme. Den fundamentale værdi af denne ejerandel (aktie) bør på lang sigt afspejle selskabets forventede fremtidige frie pengestrømme, mens kortsigtede aktiekursbevægelser kan påvirkes af et væld af faktorer og variable. For at forstå denne markedsmekanisme, og hvordan der kan være forskel på markedsværdi og fundamentalværdi, kan vi tage et meget tænkt scenarie. På en gågade står en mand, der ønsker at sælge tusindkronesedler. Han sælger på alle tidspunkter til den højstbydende forbigående.

Hvis højestbydende på et givent tidspunkt vil betale 800 kroner, gør denne person en god handel. Går der i stedet en budkrig i gang, kan en uvidende køber betale 1.100 kroner og dermed gøre en dårlig handel. I takt med at det bliver bredere kendt, at der er tale om tusindkronesedler, vil nye bud efter at alt at dømme komme tættere og tættere på værdien på 1.000 kroner. På aktiemarkedet kan værdien ikke aflæses på et stykke papir, men jo mere stabil og veldokumenteret værdiskabelse, jo tættere kan man komme på at estimere værdien af en aktie med en tilpas grad af præcision.

Når den fundamentale værdi beregnes, er det grundlæggende at vurdere, hvad selskabets frie pengestrømme forventes at være i de kommende år. Dernæst skal der tages højde for, at der er en vis tidsforskel og usikkerhed mellem 1.000 kroner i dag og værdien af forventede 1.000 kroner om et eller flere år. Dette gøres ved at anvende en såkaldt diskonteringsrente, der er prisen for at vente samt usikkerheden omkring størrelsen af pengestrømmene. Diskonteringsrenten er således belønning for at have tålmodigheden til at vente på at tage del i de fremtidige pengestrømme, samt for risikoen for, at fremtiden potentielt udspiller sig anderledes end forventet.

Hermed omregnes værdien af fremtidige pengestrømme til en værdi i dag – en såkaldt nutidsværdi, hvilket vil sige prisen, man er villig til at betale i dag for forventede fremtidige pengestrømme. Ved at tage summen af nutidsværdier for alle forventede frie pengestrømme, fratrukket nettogæld, findes et estimat på fundamentalværdien.

STABILITET OG FORUDSIGELIGHED GIVER MERE RO

Ved industrier eller selskaber med højere risikoprofiler i usikkerhed omkring de fremtidige pengestrømme, eksempelvis FLSmidt eller A.P. Møller-Mærsk, anvendes højere diskonteringsrenter end ved mere stabile og mindre risikofyldte selskaber, som Coloplast og Novo Nordisk. En højere diskonteringsrente har den effekt, at der er større forskel mellem de fremtidige pengestrømme og nutidsværdien. Helt simpelt kan det opgøres som, at jo mere sikkerhed der er i 1.000 kroner i år 2021, 2022 eller 2023, desto tættere på 1.000 kroner vil man være villig til at betale i dag.

Det generelle renteniveau har indflydelse på diskonteringsrenten også, og derfor har prisen på penge, og dermed diskonteringsrenter, også generelt oplevet et faldende niveau. Yderligere har lavere rente den effekt, at det forventede afkast på nyinvesteringer i obligationer er lavere, hvilket kan betyde en større efterspørgsel efter aktier eller alternative investeringsmuligheder.

Markedsværdien, altså aktiekursen, af selskaber kan være genstand for store udsving, hvilket i høj grad var tilfældet særligt i marts 2020. Selskabets fundamentale værdi vil derimod typisk ikke opleve markante kortsigtede forandringer i fundamentalværdien baseret på fremtidige frie pengestrømme – i hvert fald ikke de selskaber, som vi finder investerbare grundet forudsigelighed og robuste forretninger.

I vores søgen efter attraktive investeringer leder vi efter forudsigeligt og stabilt voksende selskaber. Dette betyder, at store aktiekursudsving kan give muligheder for enten at sælge, hvis kurserne stiger hurtigere end pengestrømmene vokser, eller købe, hvis aktiekursen omvendt ikke følger samme vækstrate som de frie pengestrømme. Vi har skrevet om dette ved flere lejligheder i vores års- og halvårsbreve til vores medinvestorer.

ROYAL UNIBREW TILKØBES TIL DANSKE AKTIER

Det er selvfølgelig essentielt, at vi ikke ser nogen automatisk mekanik i dette – der købes ikke blindt op eller sælges blindt ned alene på baggrund af aktiekursudviklingen. Et mere illustrativt og aktuelt eksempel på en situation, hvor vi vurderede en stærk afkobling mellem vores forventning til udviklingen i de frie pengestrømme og aktiekursudviklingen på selskabet, er bryggeriet Royal Unibrew, der blev tilkøbt BLS Invest Danske Aktier i marts 2020. På købstidspunktet i midten af marts var aktiekursen på Royal Unibrew halveret i forhold til blot en måned før, og den var 40 procent lavere end ved starten af 2020.

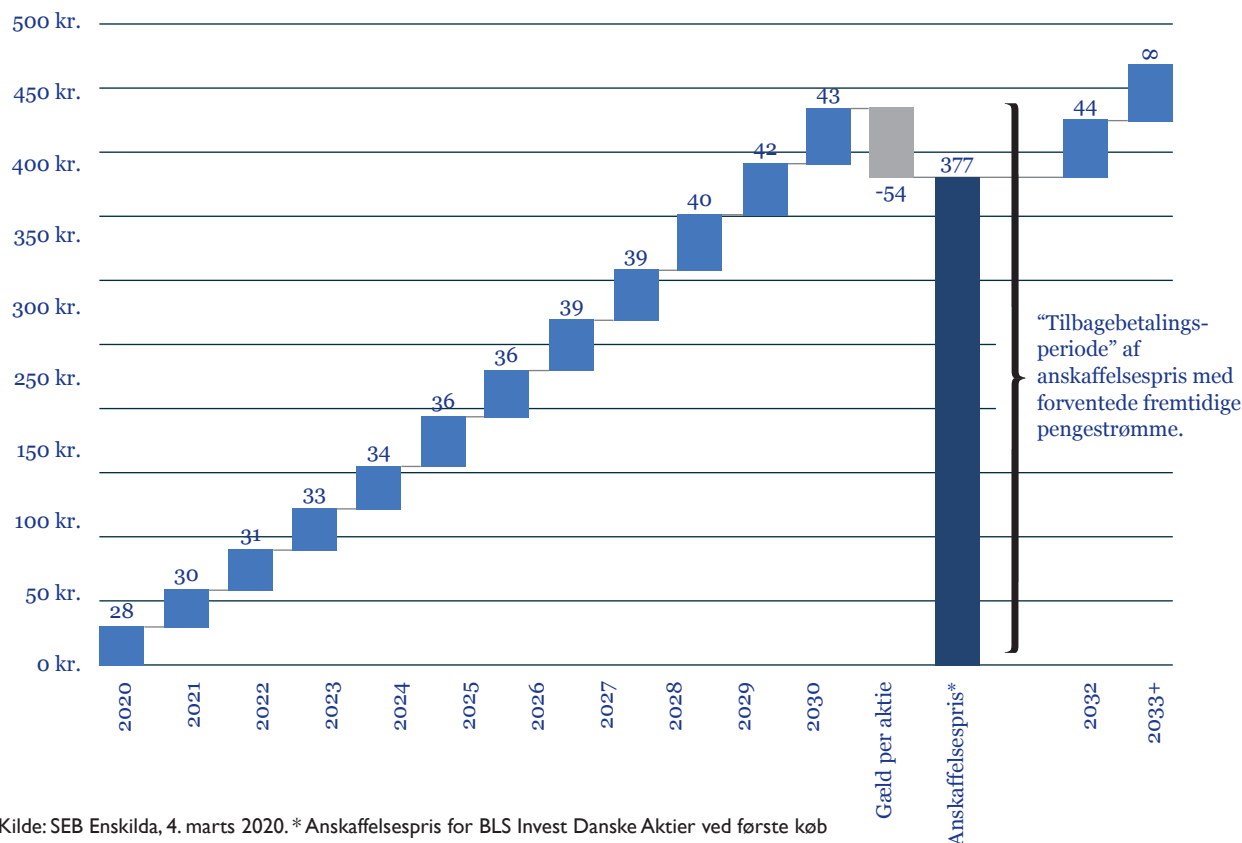
Bryggeri-industrien har historisk set været en af de mest stabile industrier inden for forbrugsgoder – og endda også sammenlignet med andre selskaber i det segment af virksomheder på aktiemarkedet, der defineres som ”stabilt forbrug”. Aktiekursreaktionen på baggrund af udbruddet af Covid-19 var i det lys bemærkelsesværdig. Som beskrevet ovenfor er det essentielt, at fundamentalværdien af et selskab udgøres af forventningerne til de kommende mange års frie pengestrømme, og ikke alene den kortsigtede udvikling.

Nedenstående diagram viser, hvordan de forventede årlige frie pengestrømme per aktie, opgjort af aktieanalysehuset SEB (Graf 1), fordelte sig over de kommende år for Royal Unibrew. Denne opgørelse var lavet i starten af marts. Der er i denne ikke taget højde for tidsværdien – altså opgørelsen af mellem, hvad en krone i fremtiden er værd

i dag. Grafen viser, at den aktiepris, som afdelingerne for danske aktier i BLS Invest betalte for sine første aktier i Royal Unibrew, svarer til pengestrømmene per aktie for de kommende 12 år, fratrukket gælden i selskabet per aktie. Hertil kommer, at fundamentalværdien også indeholder værdien af de frie pengestrømme fra årene derefter.

Den ældste del af Royal Unibrew, mærket Ceres som oprindeligt var et selvstændigt bryggeri i Aarhus, kan dateres helt tilbage til 1856. Det er således en forretning, der har overlevet mange kriser og klaret sig igennem to verdenskrige. Vi forventer også, at Royal Unibrew vil eksistere mange år i fremtiden. Ovenstående betragtning tager dog ikke højde for, at vi dermed også forventer, at der vil være betydelige frie pengestrømme efter år 2031 også.

GRAF I: FORVENTEDE ÅRLIGE FRIE PENGESTRØMME PER AKTIE

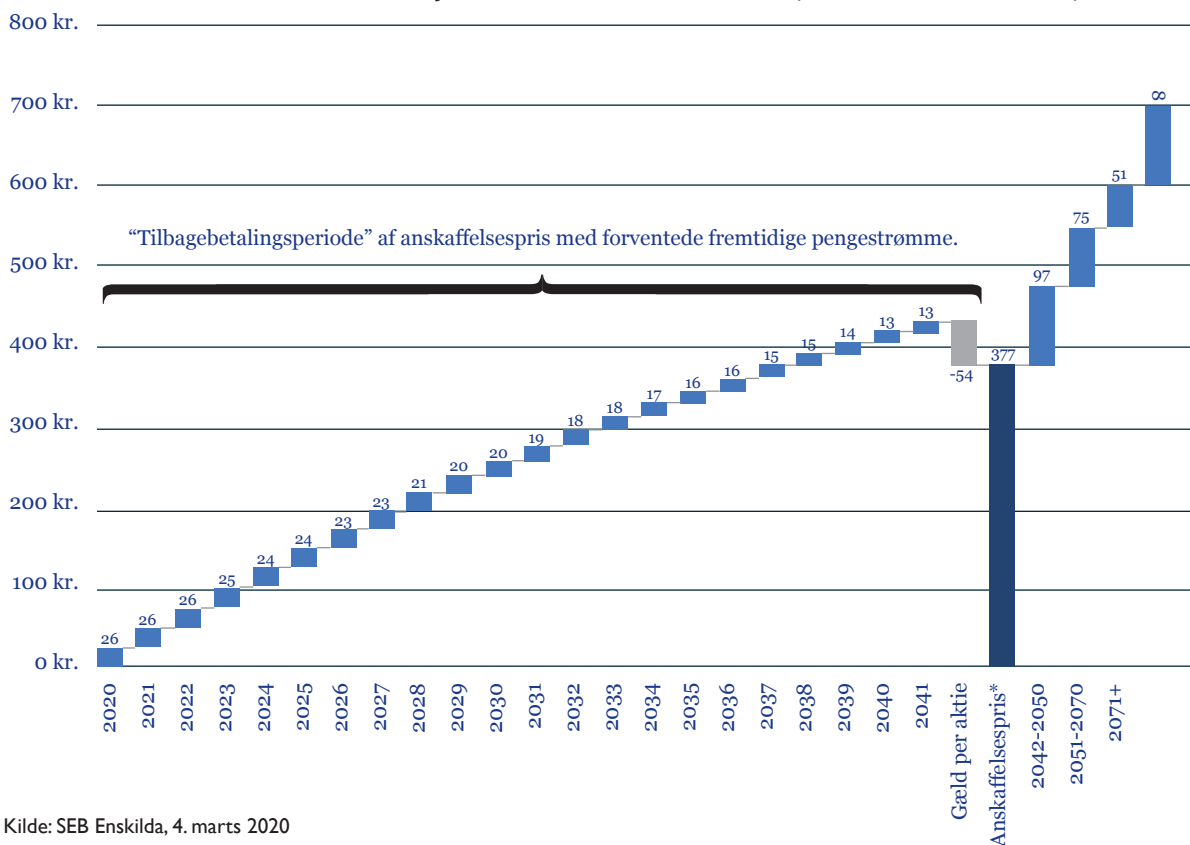


Kilde: SEB Enskilda, 4. marts 2020. * Anskaffelsespris for BLS Invest Danske Aktier ved første køb

Hvis der tages højde for tidsværdien af de kommende års pengestrømme, vil anskaffelsesprisen være "tjent ind" i år 2041 og ikke 2031, som det vises i nedenstående graf (Graf 2). Dertil kommer, at der vurderes at være betydelig værdi af frie pengestrømme selv efter, at købskursen omkring 380 kroner er kommet tilbage. Baseret på SEB Enskildas analyse, er det hele 318 kroner per aktie, der kom efter perioden frem til 2041.

At der ikke er flere års forskel som følge af diskonteringsrenten, skyldes den grundlæggende stabile forretning og begrænsede risiko i en bryggeriforretning som Royal Unibrew. Stabiliteten og styrken i forretningsmodellen retfærdiggør således brugen af en lavere diskonteringsrente end ved mere risikable selskaber – i dette eksempel knap syv procent.

GRAF 2: FORVENTEDE ÅRLIGE FRIE PENGESTRØMME PER AKTIE EFTER 7 PROCENTS ÅRLIG JUSTERING USIKKERHED (DISKONTERINGSRENTE)



Kilde: SEB Enskilda, 4. marts 2020

Utvivlsomt er det dog, at pengestrømmene i år 2020 ikke kommer til at være på niveau med forventningen fra starten af marts før Covid-19 blev en pandemi. Vi finder det dog tvivlsomt, at pengestrømmene i al fremtid falder med de 40 procent, som aktiekursen var faldet med siden starten af året. Uroen omkring Royal Unibrew var formentlig forstærket af, at knap 15 procent af indtjeningen estimeres at komme fra selskabets italienske datterselskab.

“Valuing a business is part art and part science”

Warren Buffett

I juni 2020 opdaterede Royal Unibrew sine forventninger til indtjeningen i 2020. Under hensyntagen til Covid-19 pandemiens påvirkning, forventer Royal Unibrew, at indtjeningen vil falde med omkring 10 procent i forhold til niveauet i 2019. Dette bekræftede således vores vurdering fra tidligere på året om, at pris- og værdiudviklingen var afkoblet.

Vores forventning er, at pandemien ikke kommer til at have varig indvirkning på mængden af øl, sodavand og energidrikke, der bliver drukket i de kommende år, når verden har normaliseret sig fra de nuværende ekstraordinære tilstande. Denne delanalyse fyldte en del i vores overordnede vurdering af, at der var en stor afkobling mellem effekten på fundamentalværdien og det aktiekursfald, pandemien medførte.

Royal Unibrew var langt fra periodens eneste eksempel på en stærk afvigelse mellem aktiemarkedets prissætning og selskabers fundamentale værdi. Det er netop forskellene mellem disse to værdier, der giver os mulighed for at sætte os selv og vores medinvestorer i position til at opnå attraktive, langsigtede absolutte afkast.

Med vores fokus på stabile og forudsigelige selskaber kan vi med rimelig præcision beregne fundamentalværdierne, hvilket understøttes af værdifaste frie pengestrømme. Fundamentalværdien i mere ustabile og mindre forudsigelige forretningsmodeller kan også estimeres, men forventningerne til de frie pengestrømme vil være genstand for betydeligt større usikkerhed, og estimater vil således have en betydeligt kortere levetid. Stabiliteten og forudsigeligheden i vores selskaber giver os mulighed for at reagere hurtigt og med overbevisning, når aktiemarkedets humør resulterer i aktiekursudsving. Dette understøttes af at vores selskaber har stærke balancer uden nævneværdig gæld

og desuden har betydelige frie pengestrømme. For selskaber af denne kvalitet føler vi os overbeviste om, at kortsigtet modvind vil passere, og at selskaberne fortsat vil stå stærkt til en betydelig langsigtet værdiskabelse.

Der er andre forretningsmodeller og selskaber, der vil være betydeligt tynget af den kortsigtede økonomiske udvikling, og hvor kortsigtede vinde kan være det endelige stød ud over kanten. Denne risiko ønsker vi ikke at tage med vores selskaber, hvilket er en af grundene til, at vi søger slanke, stærke og robuste balancer, hvor selskaberne i BLS Invest's danske aktieporteføljer som helhed ingen gæld har. Det giver fleksibilitet og skaber ro i den løbende drift, selv når forretningsaktiviteten i perioder er under hårdt pres.

Stærke balancer kan styrke muligheden for at fremskaffe likviditet uden at skulle udstede nye aktier. At udstede nye aktier på stærkt deprimerede kursniveauer er sjældent positivt for værdien per aktie for vedblivende, langsigtede medejere.

Som vi beskrev i vores særskilte investorbrev for første kvartal af 2020, har vi genbesøgt balancestyrken og likviditetsberedskabet i alle vores selskaber, og vi finder det meget usandsynligt, at nogle af vores selskaber vil være tvunget ud i at skulle finde aktiemarkedsfinansiering for at kunne fortsætte den daglige drift samt foretage strategiske investeringer i fremtidig værdiskabelse. Ikke alle selskaber har denne mulighed, når kapitalmarkeder er frosne og midlertidig modvind føles som en storm.

Ved at købe stabile og forudsigeligt voksende selskaber med en stærk indtjeningsevne og konservative balancer mener vi, at man kan sove roligt om natten velvidende, at selskaberne også i fremtiden vil være værdiskabende.

Har du spørgsmål eller kommentarer til nyhedsbrevet,
er du velkommen til at kontakte
BLS Capital på info@blscapital.dk eller 4558 4020.

Tilmelding til mailservice [HER](#).



ANSVARFRASKRIVELSE

Dette perspektiv ("Publikationen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Publikationen er alene udarbejdet som generelt informationsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Publikationen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Publikationen og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske, og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Publikationen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Publikationen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist.

Publikationen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig tilladelse fra BLS Capital.

