

Markedsanalyse

11. august 2016

Aktierne er steget i pris – men er de blevet for dyre?

Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

Der er rigtig mange holdninger til den aktuelle værdiansættelse af aktier. Desværre bliver tilgangen til dette område indimellem en anelse naiv, og man kan blive i tvivl, om aktørerne på de finansielle markeder helt har glemt, hvad der driver værdiansættelsen på aktiemarkederne. Oftest dannes holdningerne til den aktuelle værdiansættelse med udgangspunkt i historiske gennemsnit uden nogen form for stillingtagen til de underliggende faktorer, som driver denne værdiansættelse. Vi vil i denne analyse illustrere nogle meget simple sammenhænge med udgangspunkt i en af de mest elementære værdiansættelsesmetoder – Gordons vækstformel.

Gordons vækstformel

En af de første formler, man støder på i finansielle studier omkring værdiansættelse af aktier, er Gordons vækstformel. Den er i sin udformning og intuition så simpel, at den næsten virker naiv. Prisen på en aktie eller et aktiemarked (P) kan fastsættes på baggrund af næste års udbytte (D_1), aktionærernes afkastkrav (r) og den forventede konstante vækstrate i udbytte (g):

$$P = \frac{D_1}{r - g}$$

For et hurtigt perspektiv på Gordons vækstformel, så kan den bruges til et nærmere kig på værdiansættelsen af S&P 500 i et historisk perspektiv. Siden 1900 har den gennemsnitlige Pay out ratio (udbytte) været 60 procent, og indtjeningsvæksten har været omkring fem procent. Det historiske afkast i perioden har været omkring ni procent, hvilket kan være en god proxy for afkastkravet til aktier.

$$P = \frac{60\%}{9\% - 5\%} = 15$$

Dette er set relativt til en indtjening på én, hvorfor PE dermed også er 15. Den historiske PE for S&P 500 har i perioden fra 1900 til i dag været godt 15. Det giver altså en indikation af, at Gordons vækstformel kan være et godt udgangspunkt for at beregne en 'teoretisk' værdiansættelse af aktiemarkedet.

Der ligger et par implicite antagelser i brugen af Gordons vækstformel. Den primære er, at der er en balance mellem ROE (egenkapitalforrentning), indtjeningsvækst og Pay out ratio:

$$\text{Pay out ratio} = \frac{\text{Indtjeningsvækst}}{\text{ROE}}$$

Denne sammenhæng vil sikre, at egenkapitalen vokser med samme vækstrate som indtjeningen. Hvis Pay out ratio er lavere end dette forhold, vil ROE falde, fordi egenkapitalen vokser hurtigere end indtjeningen. Det er altså nødvendigt at geninvestere en større andel af overskuddet for at fastholde en given vækstrate.

I forhold til Gordons vækstformel vil det resultere i en lavere værdiansættelse på selskabet med den lave Pay out ratio på to ellers sammenlignelige selskaber / aktiemarkeder (samme ROE og indtjeningsvækst). Det giver også god mening, da selskabet med den lave Pay out ratio vil opleve en faldende ROE, indtil der opnås en ligevægt, hvor ROE er lig med Indtjeningsvækst / (1 – Pay out ratio). Investorerne vil derfor ikke betale så meget for ROE på selskabet med den lave Pay out ratio, da de ved, at den vil falde over tid.

Det er nok en urealistisk antagelse, at der findes en sådan ligevægt mellem Pay out ratio, indtjeningsvækst og ROE for de enkelte aktier, men derimod virker det som en ganske realistisk forudsætning på lang sigt, når man vurderer et bredere aktiemarked som helhed. Samtidig giver det værdifuld information i tolkningerne af forskellige PE-værdier på forskellige aktiemarkeder. Årsagen til, at et aktiemarked ser billigere ud end et andet, kan eksempelvis være, at Pay out ratio er lavere end indtjeningsvæksten relativt til ROE.

Fortolkning af Gordons vækstformel

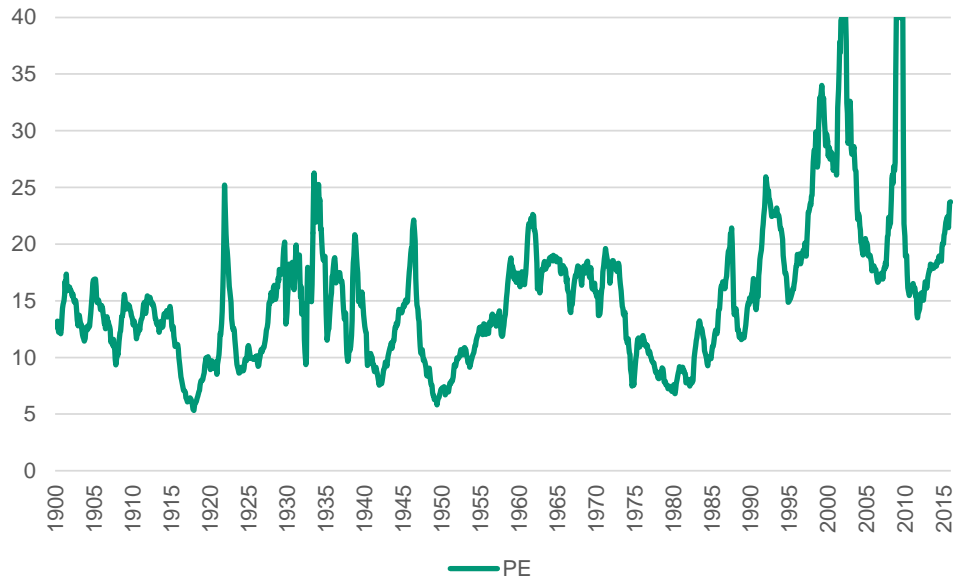
Det simple udtryk i Gordons vækstformel gør det relativt let at vurdere, hvad der påvirker værdiansættelsen af aktier:

- Et højere udbytte fører til en højere værdiansættelse.
- Et højere afkastkrav fører til en lavere værdiansættelse.
- En højere vækstrate fører til en højere værdiansættelse.

Det højere udbytte må kun være som resultat af en højere Pay out ratio. Hvis det skyldes en højere ROE, vil markedet ikke 'belønne det', da ROE så vil falde over tid jævnfør sidste afsnit. En høj Pay out ratio bliver derimod 'belønnet' med en højere værdiansættelse, fordi vækstraten kan 'forsvares' med en lav geninvestering af indtjeningen.

Historisk har der været ganske store udsving i værdiansættelsen af eksempelvis S&P 500, hvilket er illustreret i nedenstående graf.

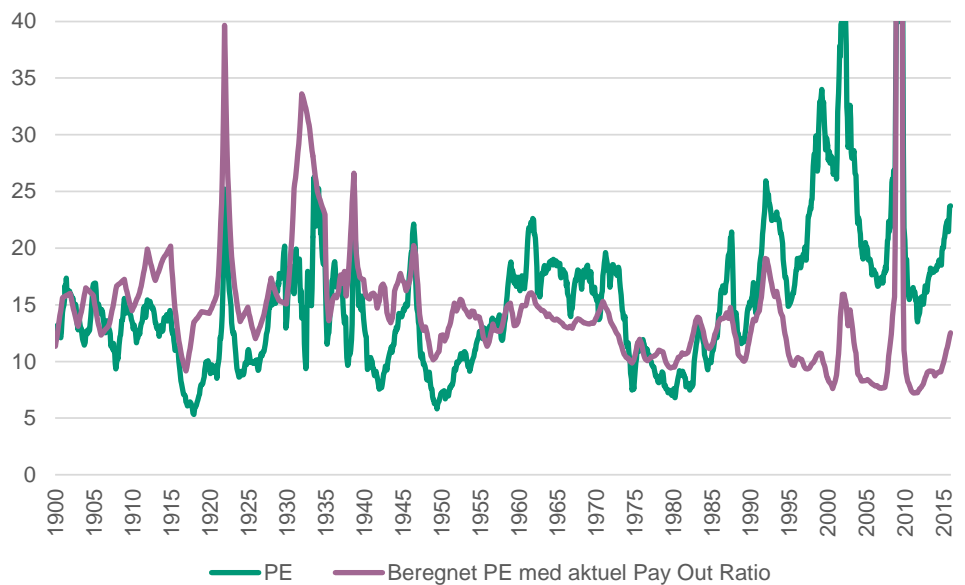
Graf 1 | Historisk PE på S&P 500



Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated

Spørgsmålet er så, hvad der har genereret den volatilitet i PE. De aktuelle udbytter/Pay out ratios kan være en del af forklaringen, da de jo påvirker værdiansættelsen. Derfor har vi sammenlignet den faktiske værdiansættelse med en beregnet PE med udgangspunkt i den faktiske Pay out ratio, en fast vækstrate på 5 procent og et afkastkrav på 9 procent. Resultatet fremgår af nedenstående graf.

Graf 2 | Historisk og beregnet PE på S&P 500

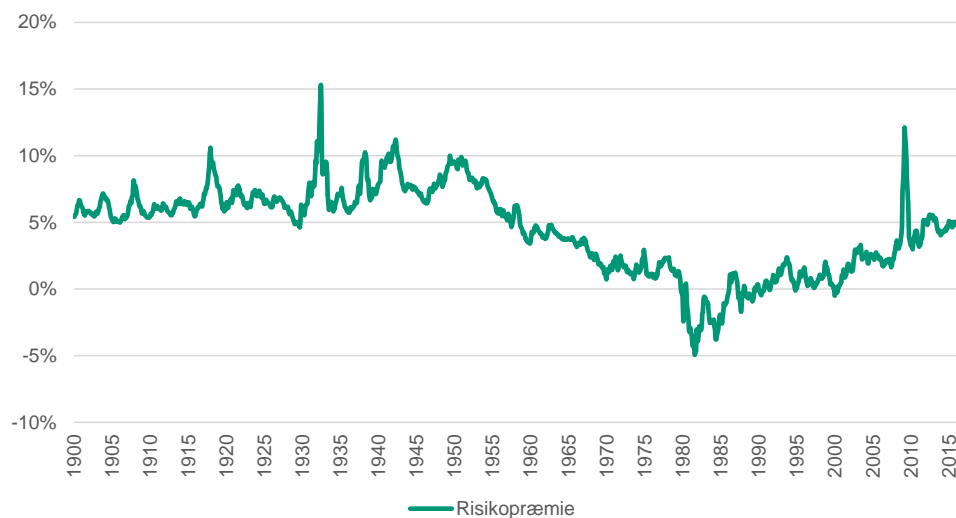


Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

Det er tydeligt, at ændringerne i Pay out ratio kan forklare en del af de historiske udsving i PE på S&P 500, men specielt de seneste 20-25 år har det været svært at forklare niveauet for PE.

En anden faktor er investorenes afkastkrav. Denne faktor kan ikke aflæses direkte i markedet, men den kan indirekte beregnes på baggrund af den faktiske PE, Pay out ratio samt en antaget vækstrate på 5 procent. Hvis den tiårige rente fratrækkes dette afkastkrav, fås et estimat for risikopræmien ved at investere i S&P 500. Den historiske risikopræmie for S&P 500 er illustreret i nedenstående graf.

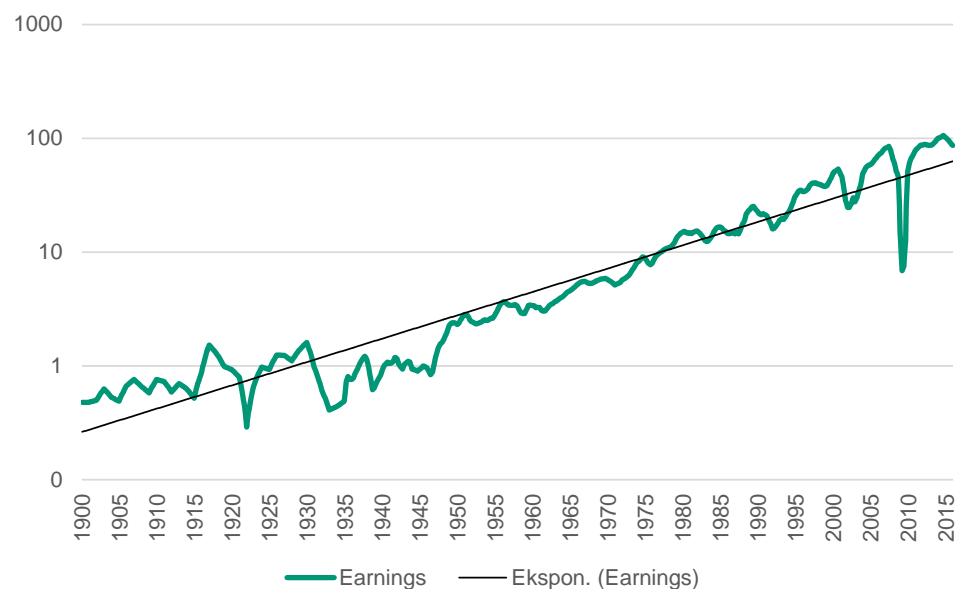
Graf 3 | Estimeret historisk risikopræmie på S&P 500



Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

Ud fra denne beregning har S&P 500 faktisk kun været billigere i nogle meget få perioder siden 1950'erne. Det er også bemærkelsesværdigt, at aktierne tilsyneladende var væsentligt billigere i de første 50 år af sidste århundrede. Et nærmere kig på den historiske udvikling i indtjeningen på S&P 500 giver dog et godt hint til en forklaring jævnfør nedenstående graf.

Graf 4 | Historisk indtjeningsudvikling i S&P 500

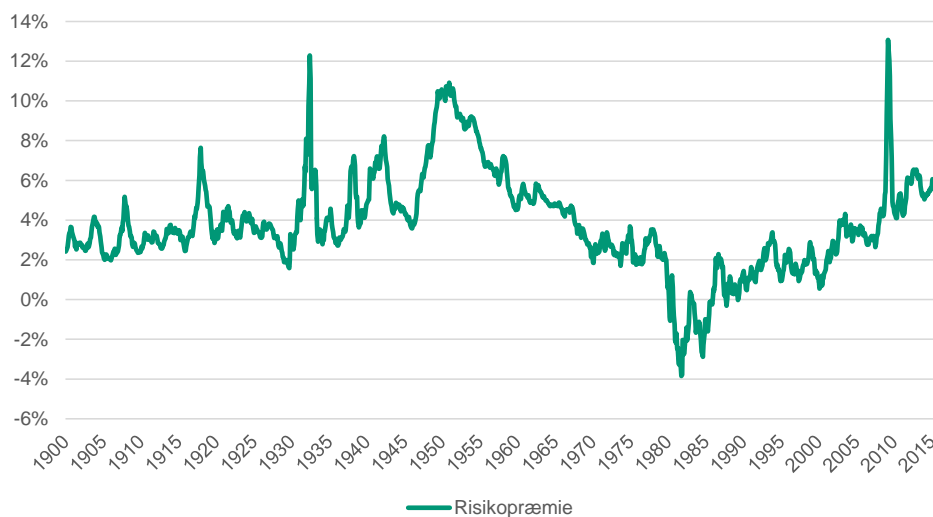


Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

Herfra er det ret tydeligt, at indtjeningsudviklingen har været svagere i de første 50 år af sidste århundrede end i perioden efterfølgende. Faktisk var den årlige vækstrate fra 1900 til 1945 kun omkring 1,2 procent, mens den i perioden fra 1950 til i dag har været 6 procent. I efterkrigsårene frem til 1950 var væksten på intet mindre end 37 procent.

Det kan derfor være relevant at korrigere for de forskellige vækstrater. Det er tvivlsomt, om aktiemarkedet har formået at indiskontere to verdenskrige i første halvdel af det tyvende århundrede. Derfor har vi valgt at bruge en forventet vækst på 2 procent frem til 1945. Herefter har vi ladet den stige lineært til 6 procent frem til 1950, hvorefter vi har holdt den uændret. Disse antagelser omkring vækstrater giver selvfølgelig en helt anden beregning af implicitte afkastkrav, jævnfør nedenstående graf.

Graf 5 | Estimeret historisk risikopræmie på S&P 500



Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

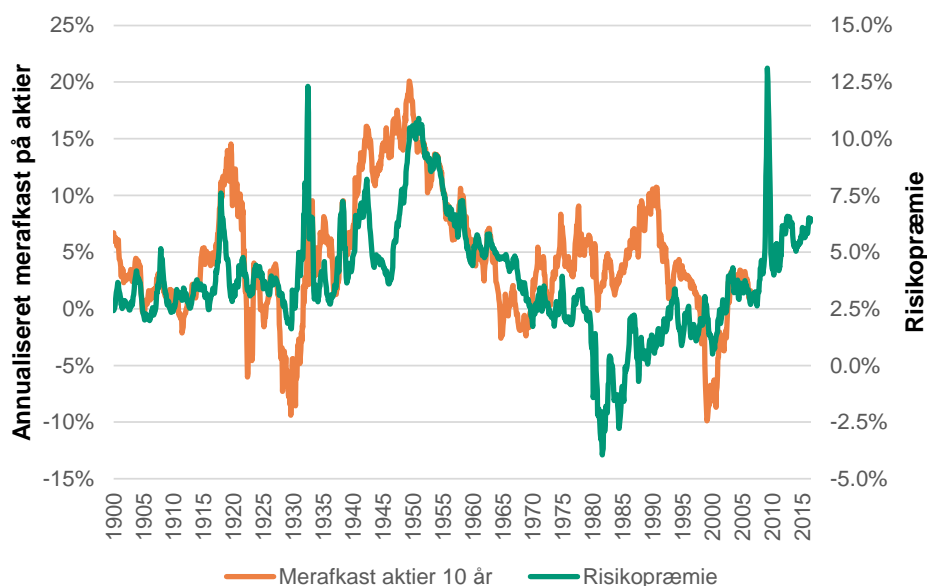
Denne vinkel på analysen ændrer helt klart vurderingen af den historiske risikopræmie i den første periode af det tyvende århundrede. Her har risikopræmien typisk ligget mellem 2 og 4 procent. Det sætter også den aktuelle værdiansættelse i et noget andet perspektiv. Risikopræmien er aktuelt omkring 6,5 procent mod et historisk gennemsnit på 3,8 procent. Værdiansættelsen har kun været billigere i omkring 12 procent af perioden.

Kan det anvendes i praksis?

Ovenstående analyse kan næsten virke for simpel og måske også en anelse teoretisk. Det rejser det naturlige spørgsmål, om denne tilgang kan tilføre værdi i praksis? Da det er en beregning af en risikopræmie relativt til obligationer, er det nærliggende at vurdere, om risikopræmien kan anvendes til at forudsige det forventede merafkast på aktier relativt til obligationer.

Vi har i første omgang beregnet merafkast på aktier relativt til tiårige obligationer med en investeringshorisont på ti år. Dette merafkast har vi holdt op mod den aktuelle risikopræmie i starten af afkastperioden. Det betyder eksempelvis, at merafkast på aktier i perioden fra 31. december 2000 til 31. december 2010 holdes op mod risikopræmien den 31. december 2000. Resultatet af disse beregninger fremgår af nedenstående graf.

Graf 6 | Risikopræmier og merafkast på aktier



Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

Grafen viser en ret tydelig sammenhæng mellem risikopræmien på aktier og det efterfølgende tiårige merafkast på aktier. Korrelationen er da også helt oppe på 55 procent. Sammenhængen er selvfølgelig ikke fuldstændig præcis. Der er således nogle væsentlige afvigelser.

I den første halvdel af det tyvende århundrede har risikopræmien svært ved at fange effekterne af to verdenskrige og den store depression i USA. Ikke mindst det vækstsifte, der sker fra slutningen af anden verdenskrig, er svært at modellere (husk at væksten fra 1945 til 1950 var ekstremt høj). I perioden fra 1980 til starten af 1990'erne var risikopræmien negativ, men alligevel var der et ganske fornuftigt merafkast på aktier. Det skyldes, at aktier har en højere rentefølsomhed end obligationer, og at risikopræmien ikke tager højde for det massive rentefald, der skete i denne periode. Hvis vi havde anvendt trediveårige obligationer i stedet, ville 'fejlen' have været betydeligt mindre.

Endelig har risikopræmien svært ved at fange den kraftige underperformance, aktier har omkring årtusindskiftet. Igen er der en rigtig god forklaring på dette. Først og fremmest skyldes det, at vi her antager en lineær sammenhæng mellem risikopræmie og merafkast. Det vil imidlertid ikke være tilfældet, da den nærmere er eksponentiel. Det kan illustreres med et lille eksempel. Antag et aktiemarked med en vækstrate på fem procent, et udbytte på 50 procent og et afkastkrav på otte procent. Dette aktiemarked vil handle med en PE på 16,67 og tilbyde en risikopræmie på fire procent, forudsat en tiårig rente på fire procent. Hvis risikopræmien falder med 3 procent, så afkastkravet i stedet bliver tre procent, vil PE stige til 25.

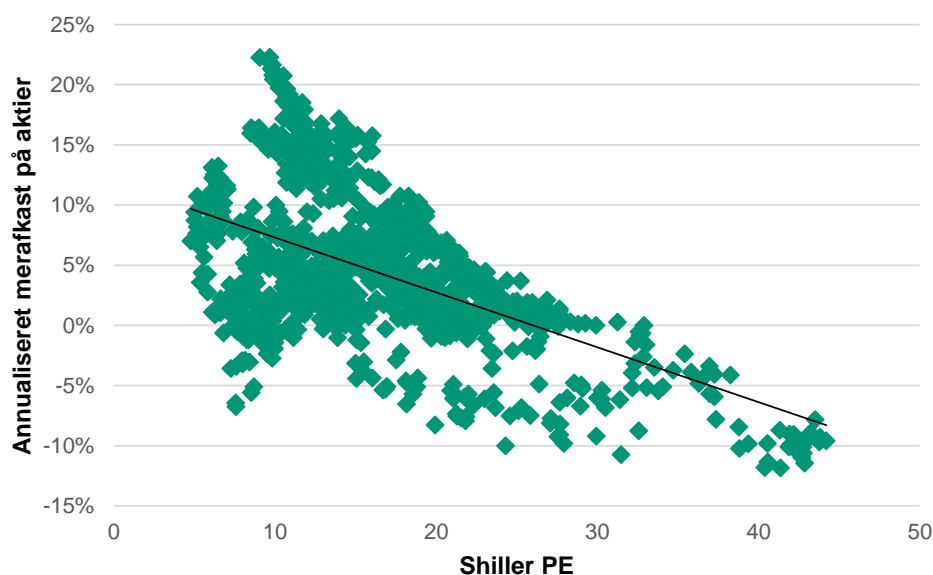
Det svarer til, at aktier nu er overvurderet med 50 procent, hvis risikopræmien atter skal normaliseres til fire procent. Hvis risikopræmien reduceres yderligere med én procent, vil PE stige til 50, så aktiemarkedet nu er overvurderet med 200 procent. En anden årsag til, at aktierne underperformede i de år, som fulgte årtusindskiftet, var selvfølgelig det massive aktiefald, der opstod på ryggen af finanskrisen i 2007/2008.

Trods disse åbenbare afvigelser er der en tydelig værdi i at tage udgangspunkt i den aktuelle risikopræmie på aktier, når man ønsker at forudsige det forventede merafkast for det kommende årti. Den aktuelle risikopræmie signalerer således et forventet merafkast på omkring otte procent pro anno i det næste årti. Står det til troende, er der al mulig grund til at overvægte aktier i de kommende år.

Hvor er hullerne i osten?

Et merafkast på otte procent om året i de næste ti år lyder næsten for godt til at være sandt. Dette tal står da også i stærk kontrast til de aktører, som lægger mere vægt på, at den aktuelle værdiansættelse er stærkt overvurderet i forhold til de historiske niveauer. I al fairness til dette synspunkt, er det også meget let at lave en analyse med udgangspunkt i eksempelvis Shiller PE, der viser, at det forventede merafkast på aktier for de kommende ti år er nul, jævnfør nedenstående graf.

Graf 7 | Shiller PE og merafkast på aktier



Kilde: Stock Market Data Used in "Irrational Exuberance" Princeton University Press, 2000, 2005, 2015, updated og egne beregninger

Den aktuelle Shiller PE ligger lige omkring 25, og som ovenstående graf dokumenterer, har det historisk betydet, at merafkast på aktier de efterfølgende ti år i gennemsnit har været nul.

Der ligger dog en række indirekte antagelser bag denne tilgang. Den primære antagelse er, at Shiller PE falder tilbage til det historiske gennemsnit. Det betyder indirekte en antagelse om, at Pay out ratio, vækstrater og afkastkrav skal komme tilbage til deres historiske gennemsnit. Det er her, den meget naive tilgang kommer ind i billedet i forhold til at sammenligne den aktuelle værdiansættelse med det historiske gennemsnit. Vi står i dag i en verden, der på så mange måder er anderledes end den, vi kendte før finanskrisen. Det er meget svært at forestille sig, at vi om ti år er tilbage til 'de gamle gode dage'. Eksempelvis er det lige nu meget svært at forestille sig en tiårig amerikansk rente på 4,75 procent.

Gordons vækstformel, og dermed beregningen af den implicitte risikopræmie, tager naturligvis også udgangspunkt i en række antagelser, der er værd at diskutere. Den væsentligste er den fremtidige vækstrate, da den reelt er det eneste ikke ob-

serverbare parameter. De aktuelle lave renter er drevet af en betydelig mere af-dæmpet økonomisk vækst, end vi så i perioden fra 1950 og frem til årtusindskiftet.

Derfor kan det også virke en smule ambitiøst ikke at nedjustere vækstskønnet for virksomhedernes indtjening. Her er der imidlertid en vigtig faktor, som spiller ind. Virksomheder foretager i stigende omfang tilbagekøb af egne aktier i stedet for eller som supplement til at udbetale udbytte. Det har en positiv effekt på indtjeningsvæksten per aktie. Faktisk er denne sammenhæng én til én. Det betyder, at hvis der købes aktier tilbage svarende til et udbytte på 2 procent, vil indtjeningen per aktie stige med 2 procent. Vi vurderer, at aktietilbagekøb fremadrettet vil bidrage med en indtjeningsvækst på 1,5 – 2 procent, og at det er tilstrækkeligt til at kompensere for en lavere forventet økonomisk vækst.

Det kan lyde lidt som magi, at man kan løfte indtjeningsvæksten ved at tilbagekøbe egne aktier, uden at det har en negativ effekt andre steder. Det har det imidlertid også. Disse tilbagekøb kan jo kun foretages, hvis man samtidig reducerer de traditionelle udbytter, hvorfor denne afkastkomponent reduceres. Dette kan illustreres med et lille eksempel. Et aktiemarked med en indtjeningsvækst på fem procent, en Pay out ratio på 50 procent og et afkastkrav på otte procent vil handle til en PE på 16,67. Dermed vil der være et dividend yield på 3 procent (Pay out ratio / PE). Hvis halvdelen af udbyttet i stedet bruges til tilbagekøb af egne aktier, vil indtjeningsvæksten stige til 6,5 procent. Det vil ikke ændre PE, som fortsat vil være 16,66, men det vil ændre dividend yield til 1,5 procent. Samtidig vil den forventede årlige kursstigning i stedet blive 6,5 procent, således at det forventede afkast stadig er 8 procent.

En anden indirekte antagelse er, at renterne vil forblive uændrede. Med historisk lave renter er det sandsynligvis en noget optimistisk antagelse. Realistisk set vil renterne stige i de kommende år, og en rentestigning på to til tre procent er ikke urealistisk. På grund af aktiernes højere rentefølsomhed vil det alt andet lige ramme aktierne hårdere end obligationer og dermed reducere det forventede merafkast. Denne effekt vil dog i et vist omfang blive imødegået af det faktum, at risikopræmien i Gordons vækstmodel aktuelt er historisk høj og dermed også må forventes at falde.

Det er naturligvis en mulighed, at renterne stiger langt mere end ventet, men i så fald vil det sandsynligvis være på baggrund af en langt højere økonomisk vækst end ventet. I så fald vil det være naturligt også at justere den forventede indtjeningsvækst i positiv retning. Derfor vil dette scenarie ikke være negativt for det forventede merafkast på aktier.

Den aktuelle Pay out ratio har også betydning for beregning af risikopræmien. Aktuelt er Pay out ratio'en helt oppe på 50 procent, hvilket er noget højere end den har været de seneste år. Et mere realistisk bud vil nok være et niveau omkring 35 procent. Det vil i givet fald reducere den aktuelle risikopræmie fra 6,5 procent til 5,8 procent. Det er dog stadig væsentligt over det historiske gennemsnit på 3,8 procent. Det vil dog realistisk set reducere det forventede merafkast på aktier til godt syv procent.

Konklusion

I modsætning til blot at sammenligne den aktuelle værdiansættelse med det historiske gennemsnit, giver Gordons vækstformel os mulighed for at vurdere den aktuelle risikopræmie på aktier med udgangspunkt i den virkelighed, der eksisterer i dag – i stedet for den virkelighed, der gjaldt i det forrige århundrede.

Brugen af Gordons vækstformel giver umiddelbart et mere positivt billede af, hvor attraktive aktier er relativt til obligationer end det, som tegnes ved blot at kigge på aktuelle PE-værdier og sammenligne dem med de historiske gennemsnit.

Gordons vækstformel er utrolig simpel i sin tilgang, men den understøtter det signal, vi får fra vores mere komplekse finansielle modeller. Amerikanske aktier er ikke dyrt prissat, når værdiansættelsen sættes i perspektiv til den nuværende tilstand af den amerikanske økonomi.

Modellens 'bud' på et merafkast på otte procent i det kommende årti er sandsynligvis en smule optimistisk. Omvendt er sammenligningen med den historiske værdiansættelse alt for pessimistisk. Sandheden ligger nok et sted midt imellem, hvilket er en tilstrækkelig grund til fortsat at beholde en god portion aktier i porteføljen.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.