

Hvorfor kan man sælge aktier til P/E 34 ?

Det kan måske virke uforståeligt at nogle aktier handles til meget høje P/E-værdier, f.eks. Novo til P/E 34. Der findes jo mange andre aktier til P/E under 10. Der kan være forskellige årsager, men den væsentligste er vækst. En høj P/E-værdi er til at leve med hvis indtjeningen stiger voldsomt fra år til år, da aktien så kan være billig i forhold til fremtidig indtjening. En måde at indregne væksten i vurderingen er nøgletallet PEG (Price Earnings Growth). Det udregnes ved at dividere P/E med den årlige vækst i procent. Nogle eksempler ses i skemaet herunder.

	Kurs	EPS 2007	EPS 2008	EPS 2009	EPS 2010	EPS 2011	Vækst snit	P/E	PEG	1 halvår 12
Novo	1014	13	16	18	25	30		34	1,4	
Vækst %			23	13	39	20	24			26%
Coloplast	293	3,96	4,66	6,33	8,93	11		27	0,9	
Vækst %			18	36	41	23	29			24%
Lundbeck	87	9,18	8,45	10	13	12		7	0,9	
Vækst %			-8	18	30	-8	8			Neg
DSV	144	5,59	6,42	2,33	5,77	7,4		19	0,6	
Vækst %			15	-64	148	28	32			22%
Carlsberg	592	28	27	26	35	34		17	2,8	
Vækst %			-4	-4	35	-3	6			47%
Roblon	875	69	75	29	66	77		11	0,5	
Vækst %			9	-61	128	17	23			21%

Ved udregning af P/E kan man benytte historiske tal for indtjening eller man kan benytte estimerede tal. Det samme er tilfældet med vækst ved udregning af PEG. I skemaet har jeg benyttet tal fra de seneste 5 årsregnskaber for både EPS og vækst. Historiske tal er jo klare kendsgerninger, men desværre ingen garanti for tilsvarende indtjening og vækst i fremtiden. Estimerede tal derimod vil rumme en del usikkerhed, især hvis man regner flere år ud i fremtiden.

Der er også et andet problem med udregning af PEG. Rent matematiske finurligheder gør at det er mest velegnet ved aktier med nogenlunde konstant vækst. Kort fortalt hænger det sammen med en af procentregningens pudsige fænomener. Hvis EPS falder fra 100 til 50 er det et fald på 50%. Stiger den næste år igen til 100 er det en stigning på 100%. Det har betydning når man regner gennemsnit ud over flere år. Her vil aktier med store udsving i indtjeningen se bedre ud i forhold til mere stabile aktier.

Jeg har valgt at kigge på 5 aktier fra OMXC20 plus en smallcap. Og jeg har valgt perioder hvor data er tilgængelige for alle 6 aktier. Det er årsresultaterne fra 2007-2011. Desuden har jeg sammenlignet første halvår 2012 med samme periode i 2011. Evt. meddelelser udsendt efter halvårsrapporten har jeg udeladt i skemaet.

Peter Lynch beskriver i bogen "One Up On Wall Street" en udregning lig den jeg har benyttet. Han mener her at en PEG-Ratio på 1 indikerer at aktien handles til fair pris. Lavere værdier er billigt mens højere værdier er dyrt. Han beskriver også en anden måde at vurdere en akties prissætning hvor dividenden indgår også. Den har jeg dog ikke eksperimenteret med endnu, men måske en anden gang.

Novo Nordisk. Her ser man en ret konstant høj vækst og halvårsresultatet bekræfter dette. Der er altså en rimelig sammenhæng mellem den historiske vækst og den aktuelle. PEG på 1,4 er lidt over fair værdi, men ikke alarmerende dyrt. Og det helt nye årsregnskab for 2012 siger EPS på 39. Det betyder en P/E på 26 og en vækst på 30%. Regner vi de nye tal med, får vi en PEG lige omkring 1.

Coloplast viser også ret konstant høj vækst og en PEG tæt på 1.

Lundbeck havde negativ vækst i 2011 og igen i første halvår 2012. Det kunne indikere at det historiske vækstgennemsnit på 8% er for optimistisk. PEG er lige under 1.

DSV er et konjunkturfølsomt selskab med meget store udsving i væksten. Det kan få tallene til at se bedre ud end de egentlig er, og DSV's halvårsresultat er da også noget lavere end gennemsnittet. Men de vil så også nyde godt af stigende konjunkturer og dermed opnå stigende vækst. De havde i årene forud for mit skema en årlig vækst omkring 30%, så trods den matematiske usikkerhed virker den billig for den langsigtede investor.

Carlsbergs halvårsresultat er kraftigt påvirket af engangsindtægter, og bør derfor ikke indgå i vurderingen. Den virker dyr, men beregningen er også noget usikker.

Roblon er også konjunkturfølsom. De store udsving giver igen en matematisk usikkerhed selvom halvårsresultatet "bekræfter gennemsnittet". Her har vi dog også lige fået årsregnskab for 2012. Her er EPS 86,2. Det giver en vækst på 12%, altså lavere end gennemsnittet men PEG er stadig pænt under 1.

En sammenligning mellem Novo og Lundbeck er interessant, da de begge er medicinalsekskaber. Ser man kun på P/E vil man umiddelbart sige at Lundbeck er billig mens Novo er meget dyr. Men ser man på PEG er forskellen mindre iøjnefaldende og hvis man dertil lægger Lundbecks negative vækst sidst i perioden og Novos aktuelle regnskab, virker Novo ikke dyrere end Lundbeck. Lidt forenklet kan man sige at markedet har indregnet væksten, og begge aktier er fair prissat.

PEG bør selvfølgelig ikke være den eneste begrundelse for at købe/sælge en aktie. Men nøgletallet er alligevel interessant som supplement til øvrige nøgletal og andre overvejelser.

Vækstaktier handles normalt til høje P/E-værdier og de kan derfor virke dyre. Her kan PEG give et mere nuanceret billede.

Det store spørgsmål er selvfølgelig om væksten kan fastholdes. Markedet indregner stor vækst hos Novo og Coloplast, og hvis den fortsætter som hidtil virker de fair prissat. Men der er ikke plads til skuffelser. Når jeg skriver dyr og billig er det altså kun en vurdering i forhold til P/E og PEG. Det må ikke opfattes som en anbefaling af de enkelte aktier.