

USA-aktier: Opturen kan fortsætte hvis selskaberne holder formen

Mulighederne blandt de små- og mellemstore aktier i USA synes dog størst

Aktietema nr. 19/ 2014 - 25.november 2014

Aktieanalysechef Bjørn Schwarz – Direkte tlf.: 74 37 44 56 - schwarz@sydbank.dk

Amerikanske aktier har klaret sig bedre end globale aktier

- Status som sikker havn
- Virksomhederne er top trimmede
- Høj lønsomhed og stærk indtjeningsvækst
- Stærke balancer og høj udlodningsevne
- Feds pengepolitik
- Strukturelle vækstudsigter i USA
- Energirevolution inden for olie og gas i USA
- Høj risikovillighed og stigende gearing

Mer-afkast i amerikanske aktier i forhold til globale aktier

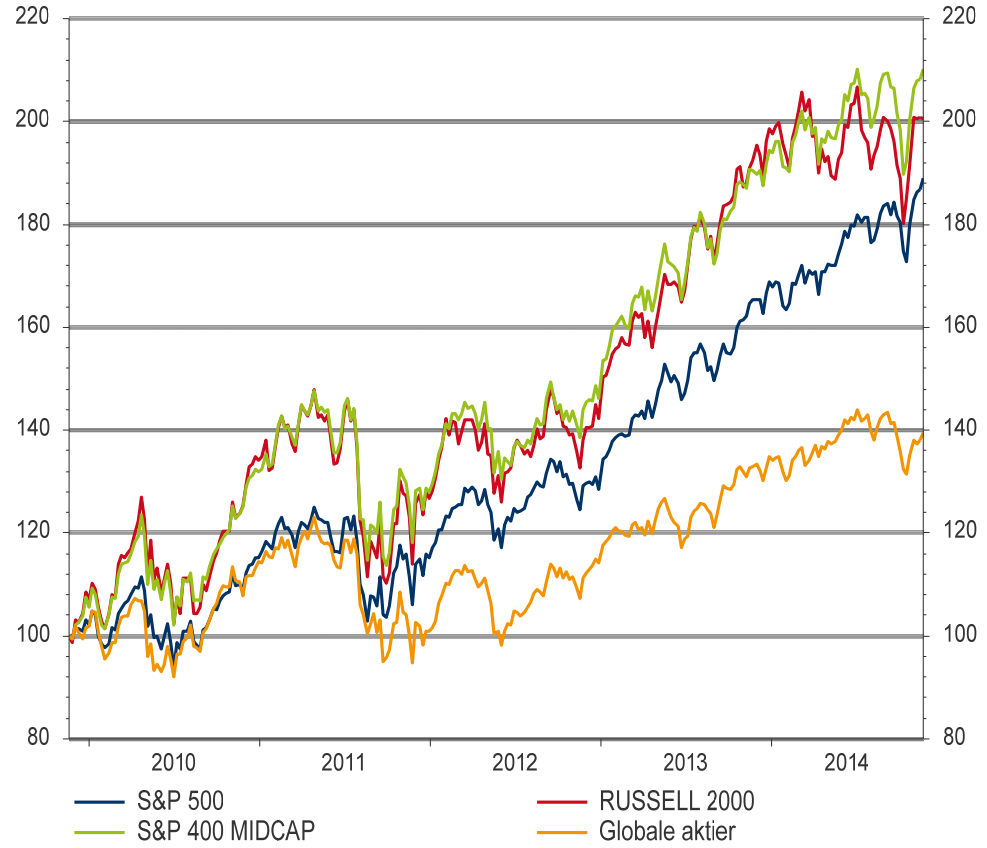


Kilde: Thomson Reuters Datastream

Udvikling i forskellige aktieindeks i USA ift. globale aktier

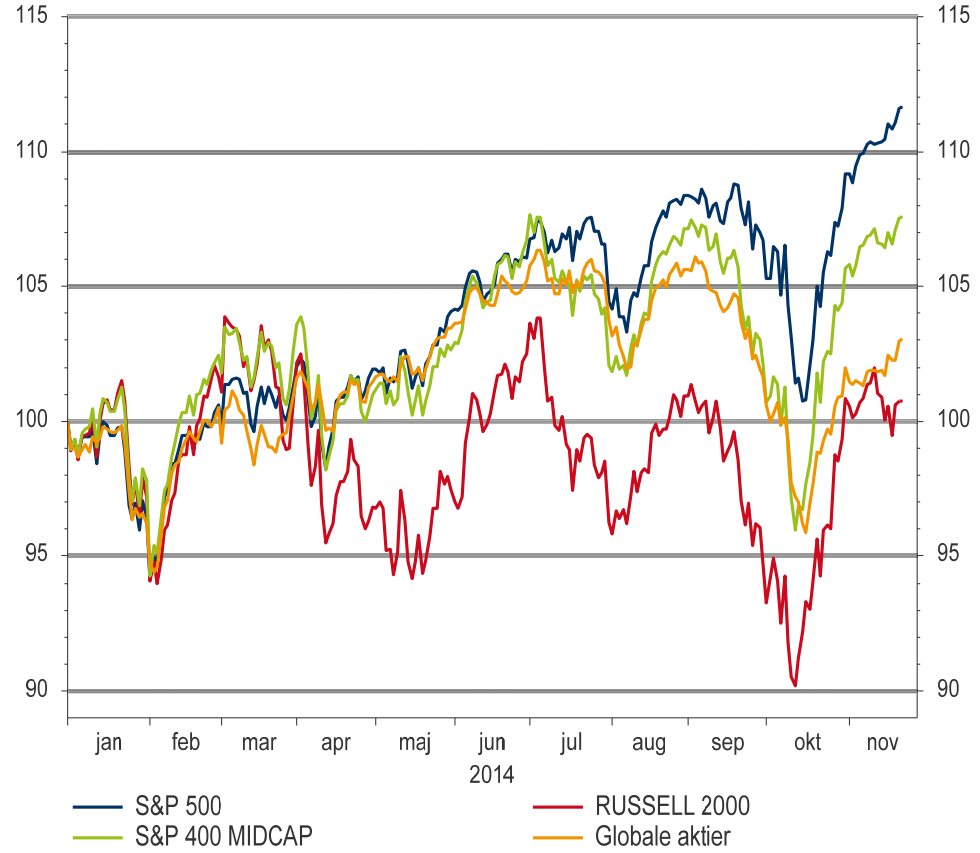
Opturen i USA har været bredt funderet. I år er det dog primært de store aktier i S&P 500 indekset, som har ført an i opturen på det amerikanske indeks, mens kursudviklingen hos de små aktier har stået i stampe.

Seneste fem år



Kilde: Thomson Reuters Datastream

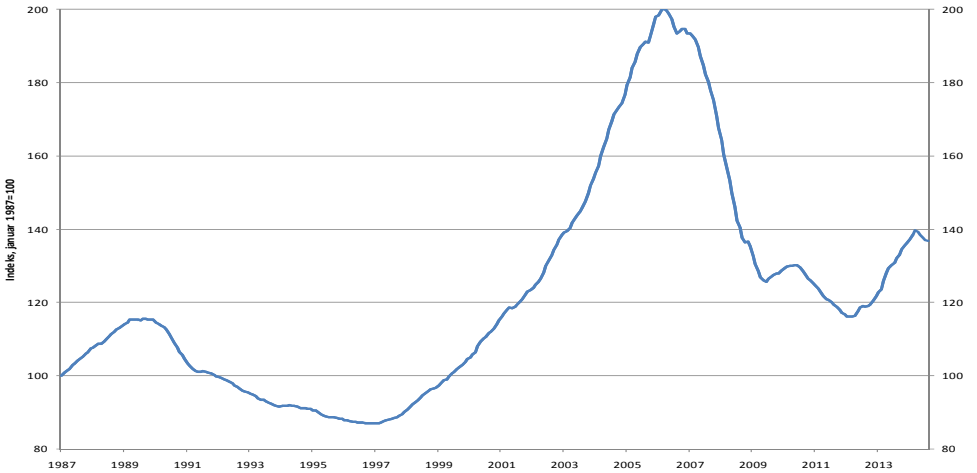
År til dato



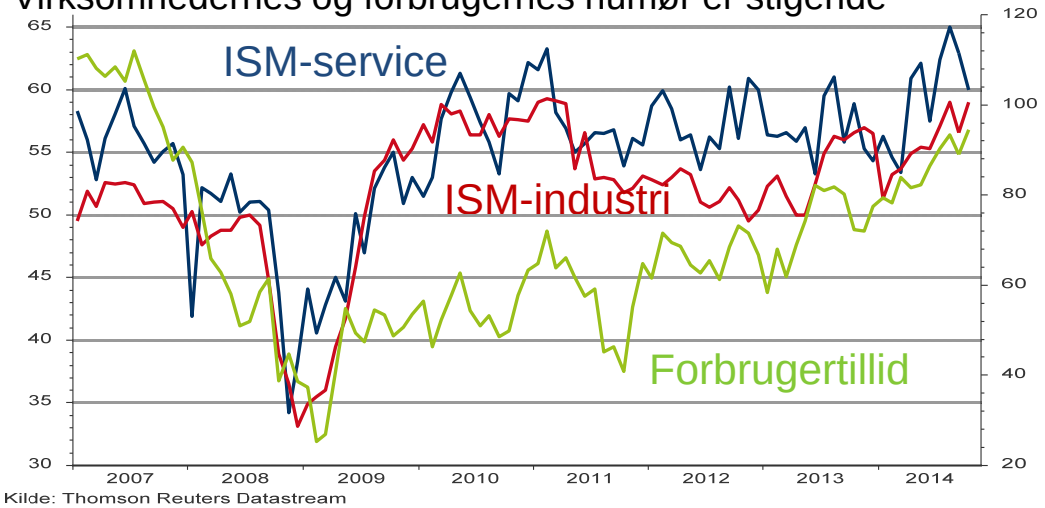
Kilde: Thomson Reuters Datastream

Amerikansk økonomi på vej op i omdrejninger

Reale boligpriser i svag bedring

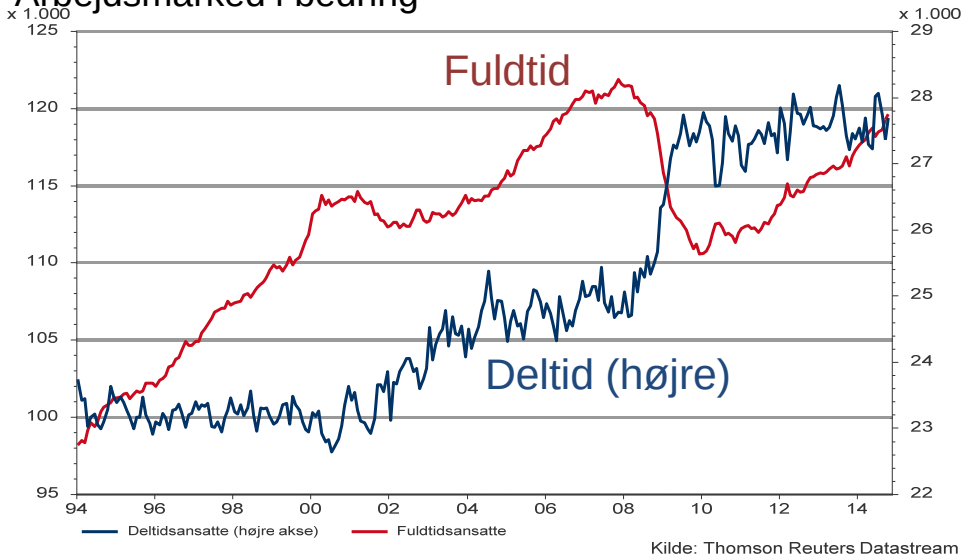


Virksomhedernes og forbrugernes humør er stigende



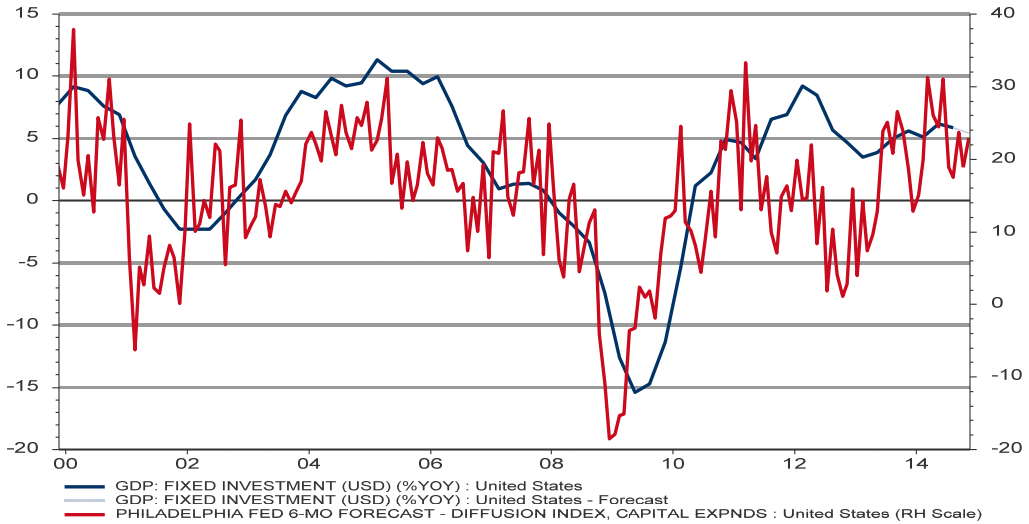
Kilde: Thomson Reuters Datastream

Arbejdsmarked i bedring



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Virksomhederne er klar til at øge investeringerne



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Risikovilligheden i USA over niveauet fra før finanskrise perioden

Niveauet for lånefinansierede investeringer er igen over før-finanskrise niveauet i USA. Investorerne er således mere følsomme i tilfælde af større kursfald, som følge af vækstmæssige skuffelser eller fornyet geopolitisk usikkerhed.

Udviklingen i S&P 500 og margin debt (gearing) blandt investorer

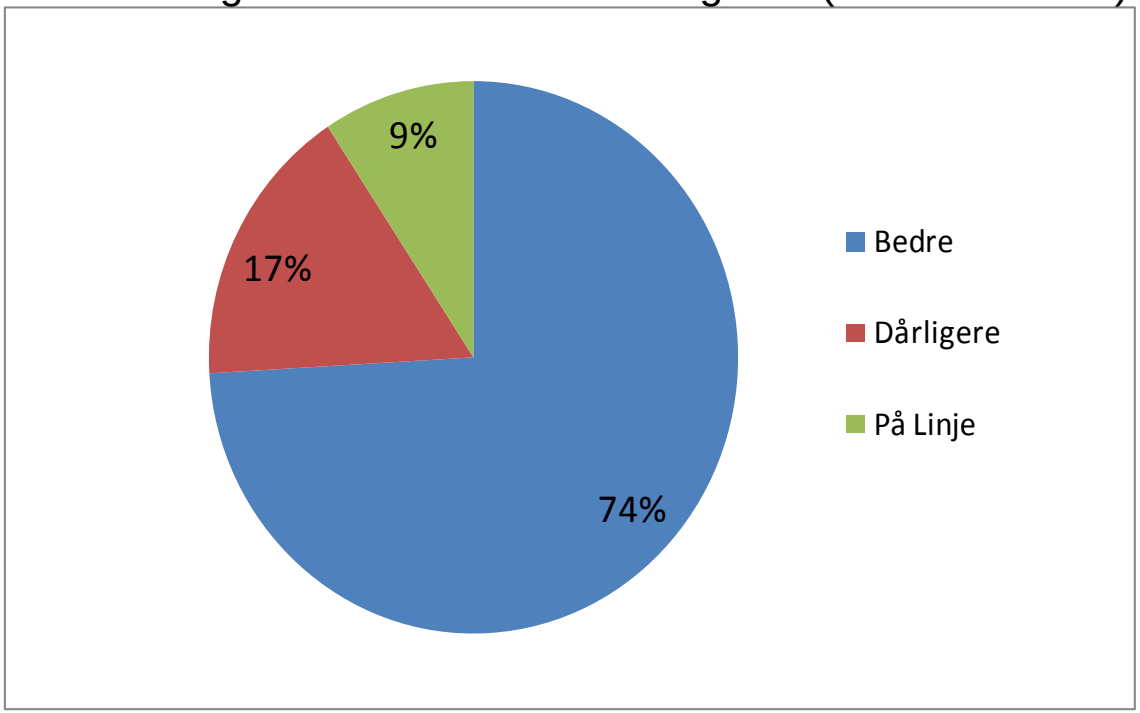


Kilde: Thomson Reuters Datastream

Regnskabssæsonen - status og udsigter…

- *Regnskaberne de seneste mange kvartaler har gennemgående været bedre end ventet. Regnskaberne for 3. kvartal er ingen undtagelse.*
- *486 af S&P 500 virksomhederne har nu aflagt regnskaber. 74% af regnskaberne er således bedre end ventet, hvilket er over gennemsnittet for et „normalt" kvartal. EPS-væksten i kvartalet er på 10,4%. Forventningerne til 4. kvartal lyder på 9,3% fremgang.*
- *For helåret 2014 forventer analytikerne en fremgang på 9,3% efterfulgt af en EPS-vækst på 14,1 % i 2015.*
- *Vi anser forventningerne for 2015 som optimistiske og forventer en nedrevidering til 8-10% i løbet af 2015. Fortsat nok til at understøtte kursudviklingen i amr. aktier.*

S&P 500 regnskaberne ift. forventningerne (3. kvartal 2014)

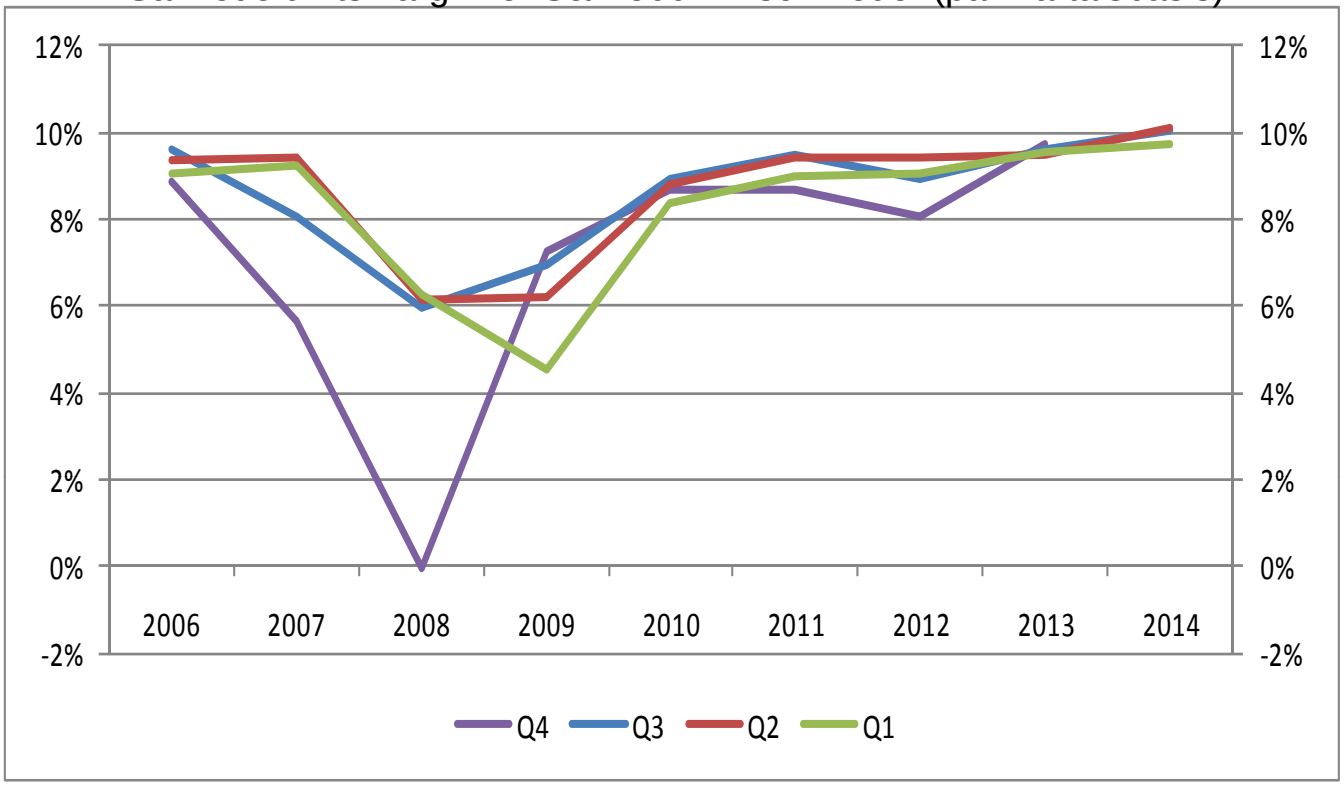


Anm.: Oversigten viser andelen af virksomhederne i S&P 500, som har afleveret regnskaber der er bedre, på linje eller svagere end analytikerne havde forventet.
Kilde: S&P

Kvartalsvise marginer i S&P 500 satte ny rekord i 3. kvartal 2014

Den gamle rekord for driftsmarginen for S&P 500 virksomhederne fra 2. kvartal 2014 på 10,07 procent ser ud til at blive overgået i 3. kvartal 2014, med en driftsmarginal på 10,12 procent. Samlet set bekræfter udviklingen billedet af, at de amerikanske virksomheder er meget lønsomme. Lavt lønpres og faldende råvarepriser over året har sammen med yderligere effektiviseringer i virksomhederne løftet lønsomheden til rekordniveau. Potentialet for yderligere store spring opad synes dog efterhånden begrænset. Men bedre vækstudsigter, som det tegner til i 2015, kan dog bidrage til et yderligere løft i lønsomheden.

Samlede driftsmargin for S&P 500 virksomheder (på kvartalsbasis)

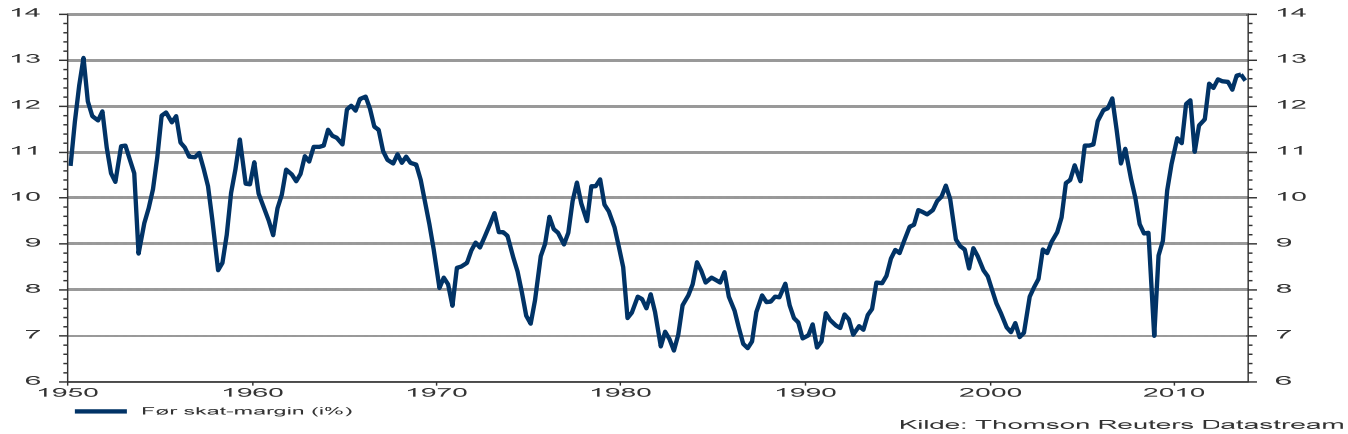


Kilde: S&P

Endnu højere lønsomhed forudsætter stærkere økonomisk fremgang

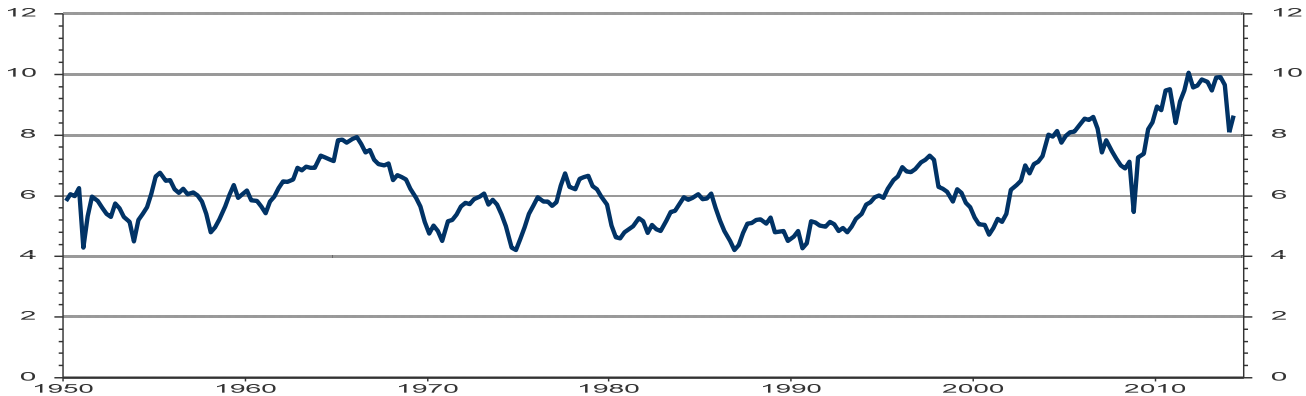
- *Lønsomheden i amerikanske virksomheder har aldrig været bedre over en længere periode*
- *Driftsoptimering og lave renter har løftet lønsomheden*
- *Balancerne er styrket*
- *Høj lønsomhed og stærk indtjening det bedste forsvar for den strategiske handlefrihed*
- *Mulighed for yderligere effektiviseringer - men de fleste frugter er høstet*
- *Øget vækst i økonomien kan løfte marginerne - især i de cykliske virksomheder. De er gearet til vækst!*

Før skat-margin (i %) for alle amerikanske virksomheder siden 1950



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Efter skat-margin (i %) for alle amerikanske virksomheder siden 1950

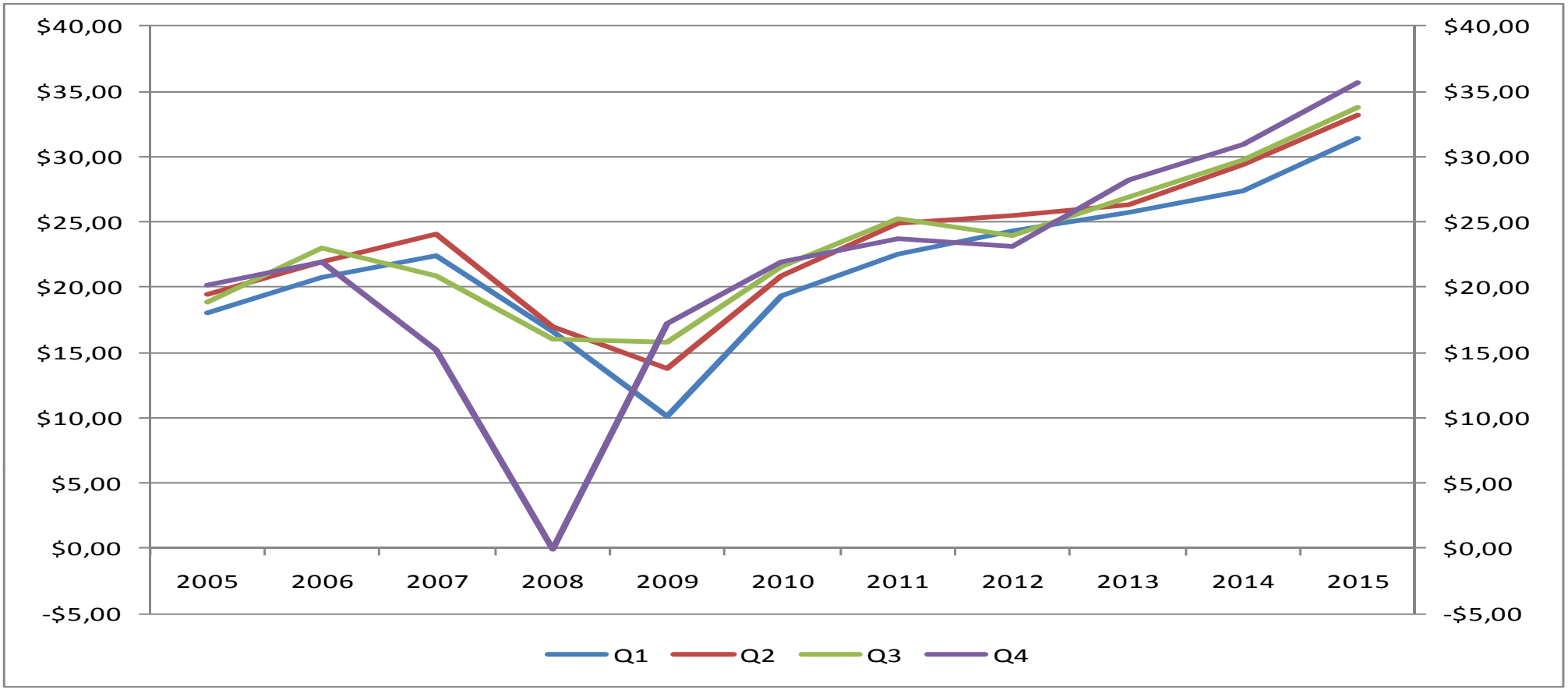


Kilde: Thomson Reuters Datastream

Indtjeningsmomentum ser ud til at kunne øges i 2015…

Analytikerne forventer på nuværende tidspunkt en EPS-indtjening for S&P 500 virksomhederne på 117,33 USD i år og på 133,96 USD for 2015.

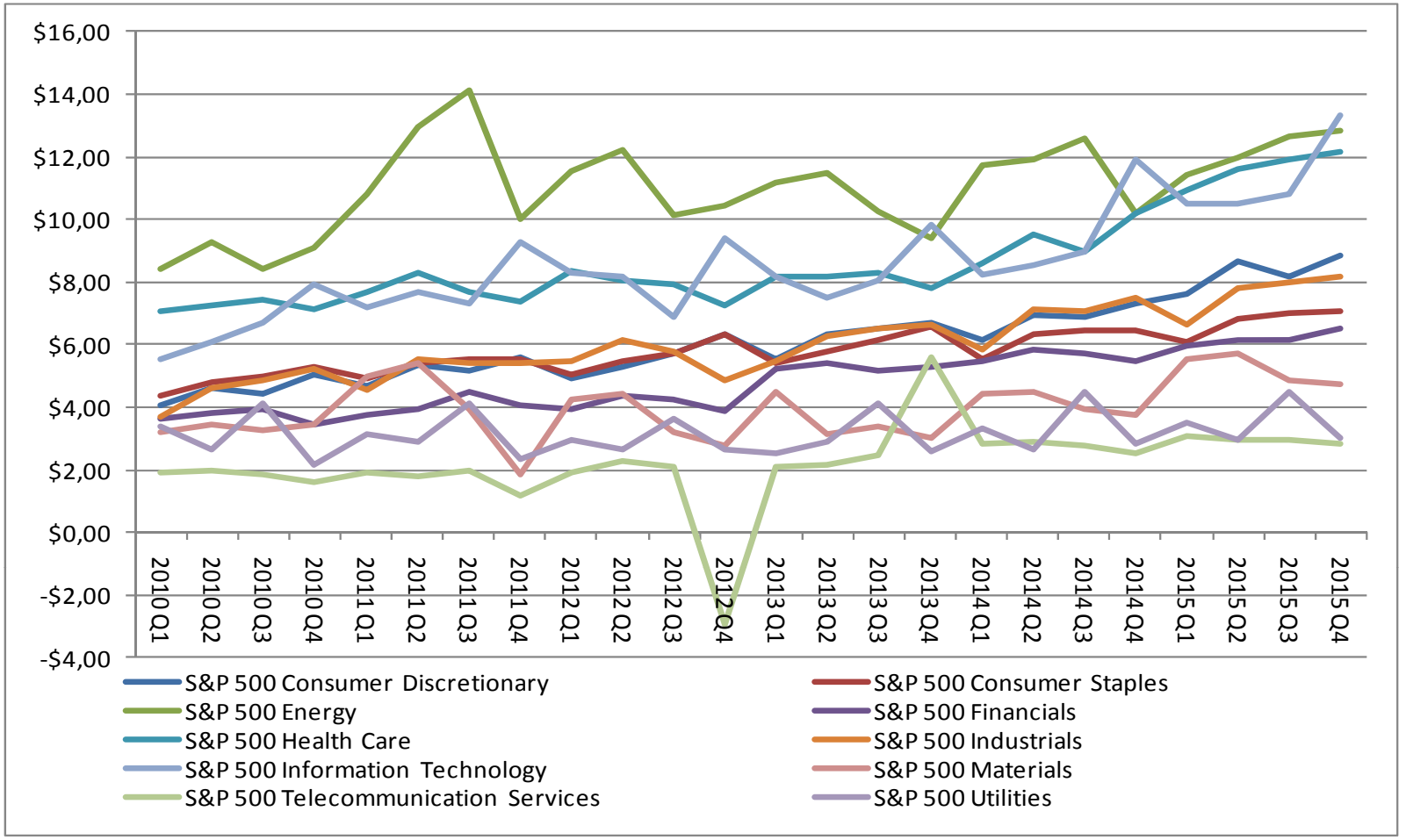
Kvartalsvis udvikling i EPS (i USD) for S&P 500



Anm.: De viste og omtalte EPS er "buttom up" estimater, dvs. summen af analytikernes estimater for alle selskaber i S&P 500. Strategernes "top-down" estimater for S&P 500 er typisk noget lavere på kvartalsbasis.
Kilde: S&P

…og her forventes fremgangen at være størst

Udviklingen i indtjeningen (EPS) fordelt på sektorer pr. kvartal i S&P 500



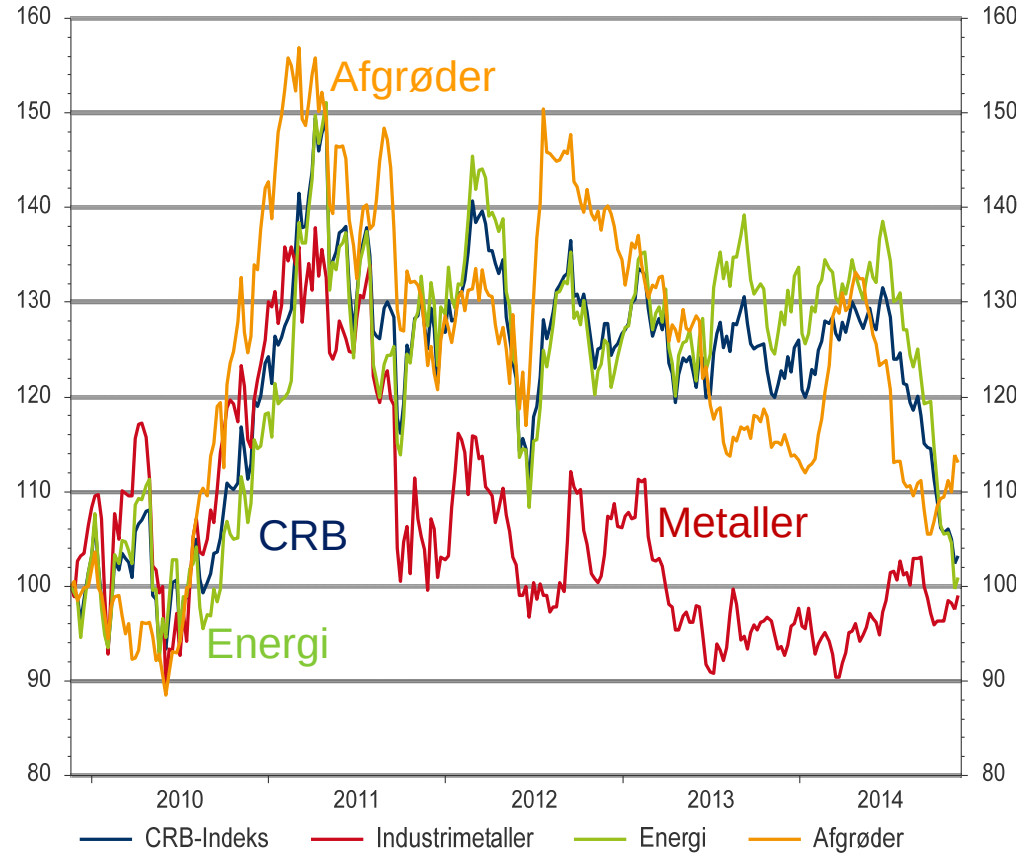
Anm.: Tal for 2013 og 2014 er konsensus indsamlet af S&P

Finans, it og cyklisk forbrug er blandt de sektorer med den største forventede EPS-vækst i perioden 2014-2015

Råvarepriser gunstigt for omkostningsstrukturen i virksomhederne og forbrugernes humør i 2015

- *Afgrøder og energi med de største prisfald*
- *Energitunge virksomheder profiterer mest*
- *Råvarevirksomheder hårdest ramt*
- *Nye teknologier til udvinding af olie og gas i Nordamerika og en høj olieproduktion globalt ift. efterspørgslen er sammen med de globale konjunkturudsigter med til at holde energipriserne i skak.*
- *Flere amerikanske virksomheder overvejer eller er i færd med at tilbageflytte produktion til USA, for at drage fordel af energirevolutionen.*
- *Ved uændrede råvarepriser bliver effekten på omkostningerne og indtjeningen størst i 1. halvdel af 2015 - positivt for marginerne i mange virksomheder*
- *Forbrugertilliden i USA afspejler delvist allerede dette forhold - men fortsat lave råvarepriser kan løfte forbrugernes humør yderligere*

Udviklingen i råvarepriserne

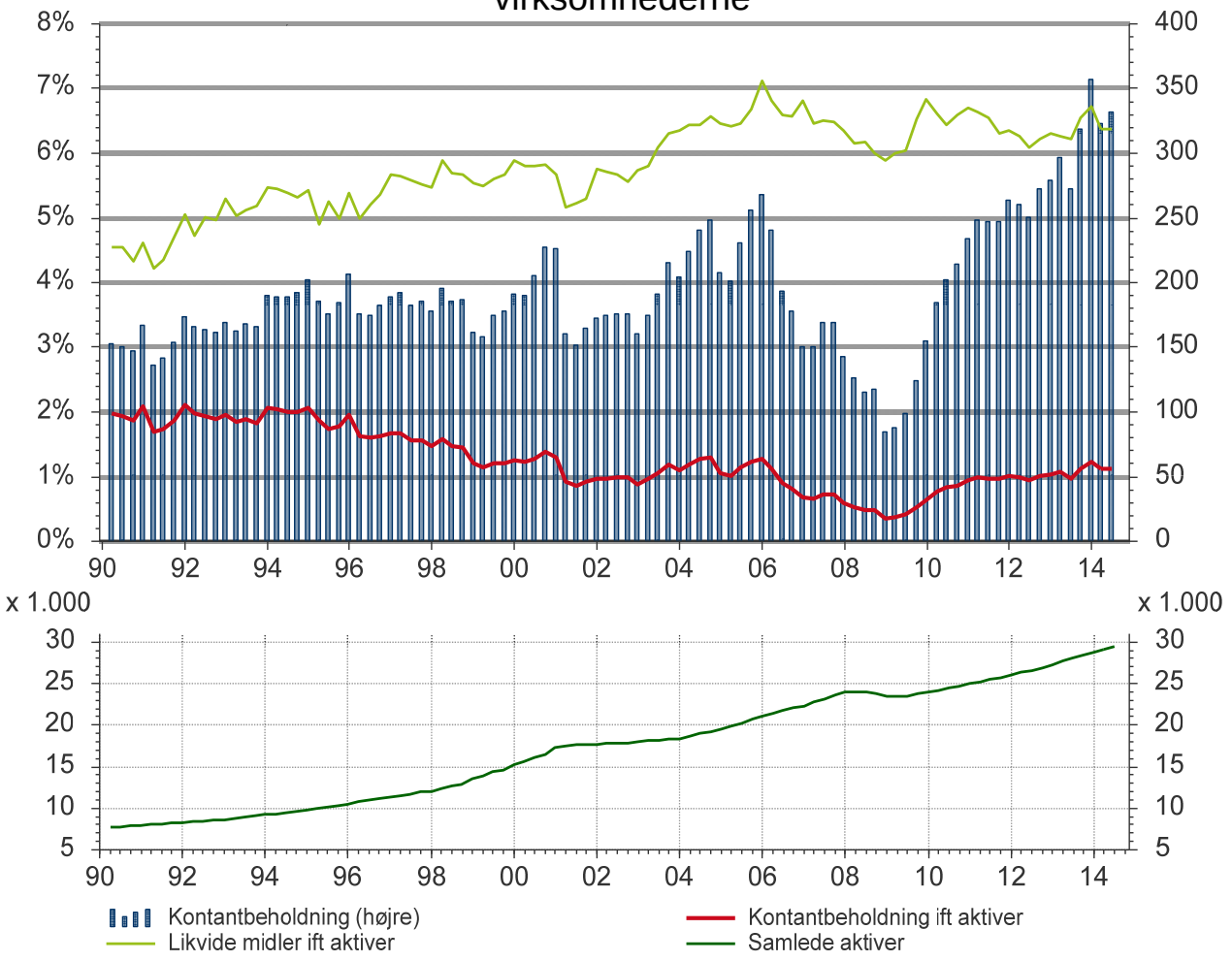


Kilde: Thomson Reuters Datastream

Pengene brænder i lommen på S&P 500 virksomhederne

- *De store amerikanske virksomheder er godt polstrede i historisk perspektiv*
- *Kontantbeholdningen har aldrig været større*
- *Fortsat høj lønsomhed vil resultere i endnu stærkere balancer*
- *En del af pengene sendes tilbage til aktionærerne i form af udbytter og aktietilbagekøb*
- *Vi forventer generelt mere M&A-aktivitet og generelt øget investeringslyst i takt med de økonomiske udsigter forbedres. Udviklingen indebærer dog en risiko for ikke værdiskabende opkøb ved de nuværende relativt høje prisniveauer for mange virksomheder.*

Kontantandel ift. likvider og aktiver i S&P 500 virksomhederne siden 1990

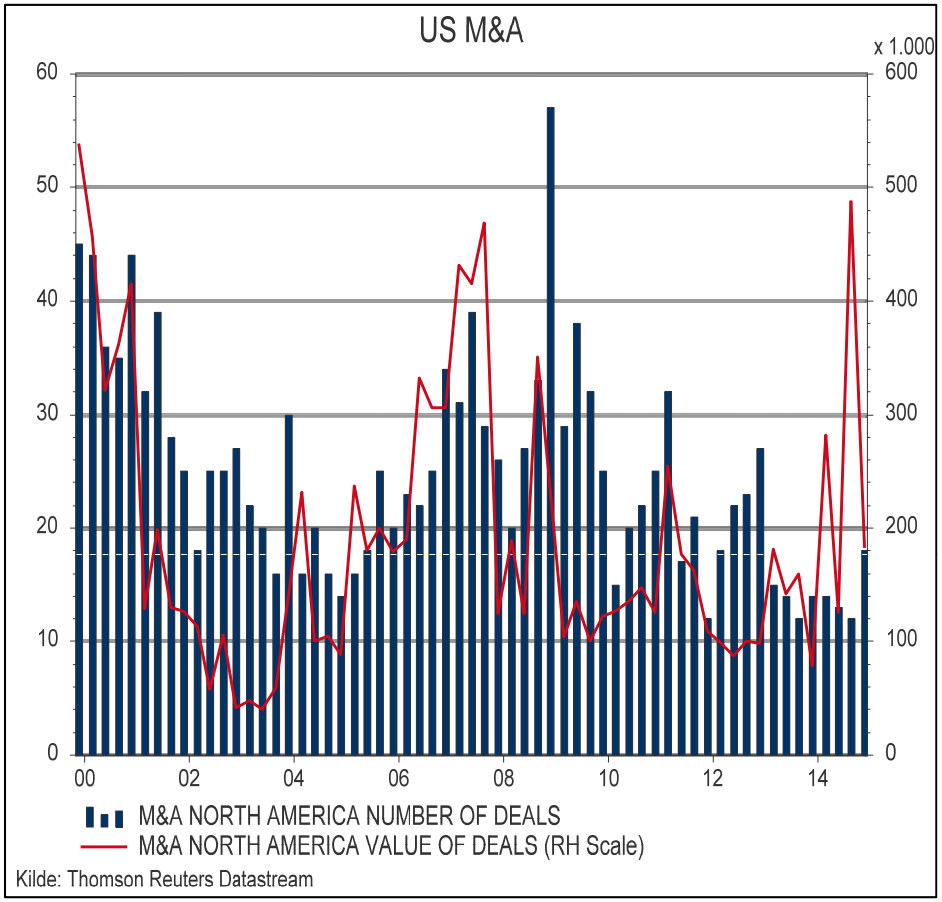


Kilde: Thomson Reuters Datastream

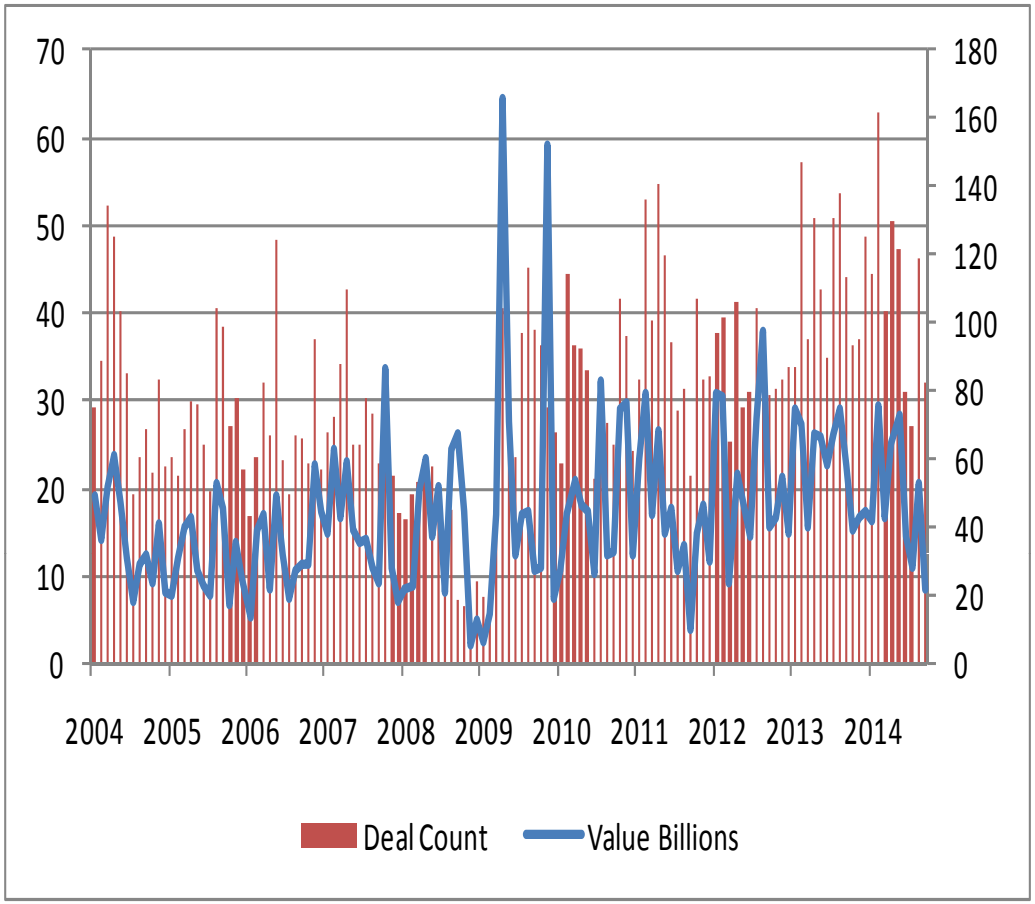
Godt gang i M&A- og IPO-aktiviteten i USA

Bedre vækstudsigter for amerikansk økonomi resulterer sammen med en stærk formkurve i mange virksomheder og en øget risikovillighed blandt investorerne i en pæn aktivitet inden for virksomhedshandler og børsnoteringer i USA.

M&A aktivitet i USA



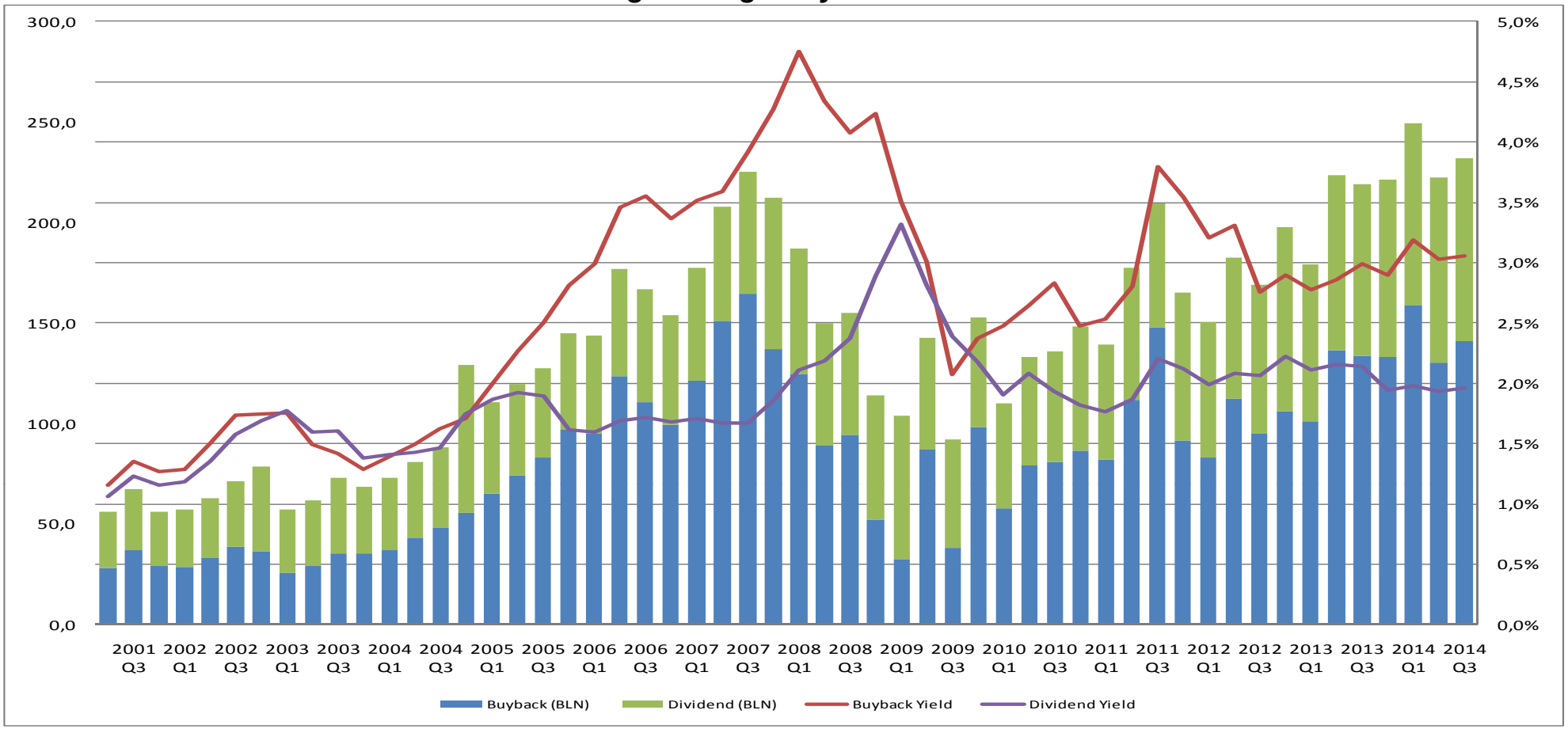
Udviklingen i antallet af og værdien (mia.USD)af IPO's i USA



Rekordniveauer for udlodninger i USA

En høj kontantandel og stærke balancer sætter virksomhederne i stand til at sende mange likvider tilbage til aktionærerne i form af udbytter og aktietilbagekøb. Det høje udlodningsniveau på samlet ca. 5 procent i S&P 500 er med til at reducere risikoen for store tilbagefald blandt virksomhederne i S&P 500 trods en høj prisfastsættelse og udsigten til svagt stigende renter.

Aktietilbagekøb og udbytter for S&P 500 i USA

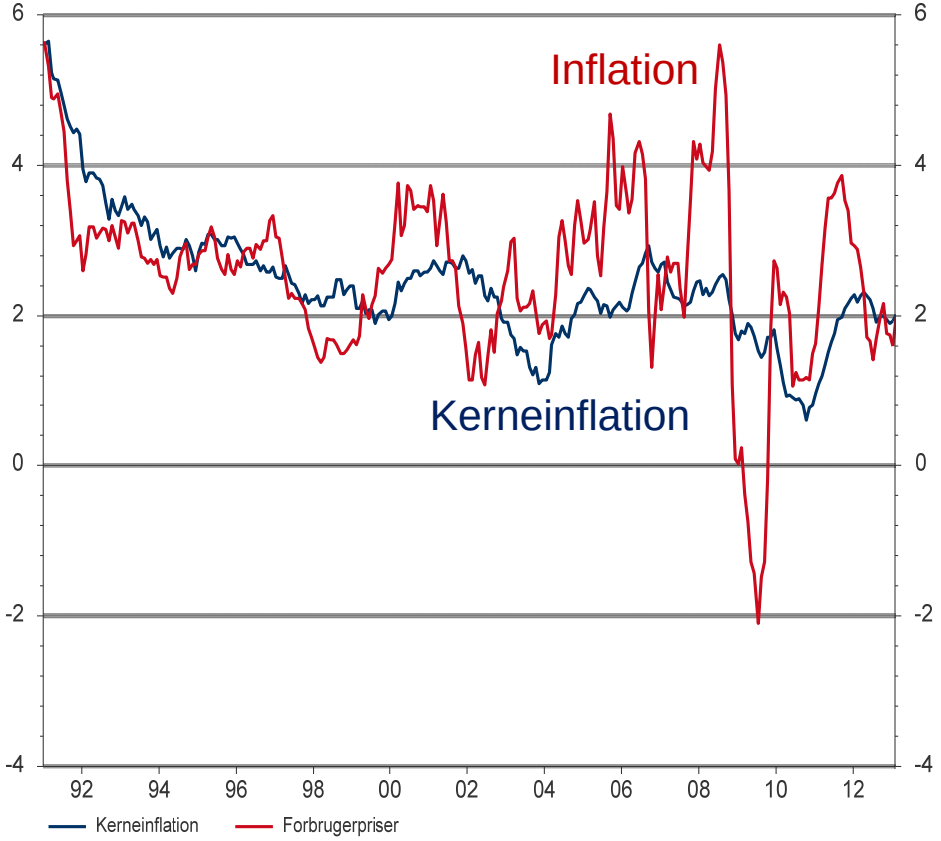


Kilde: Bloomberg

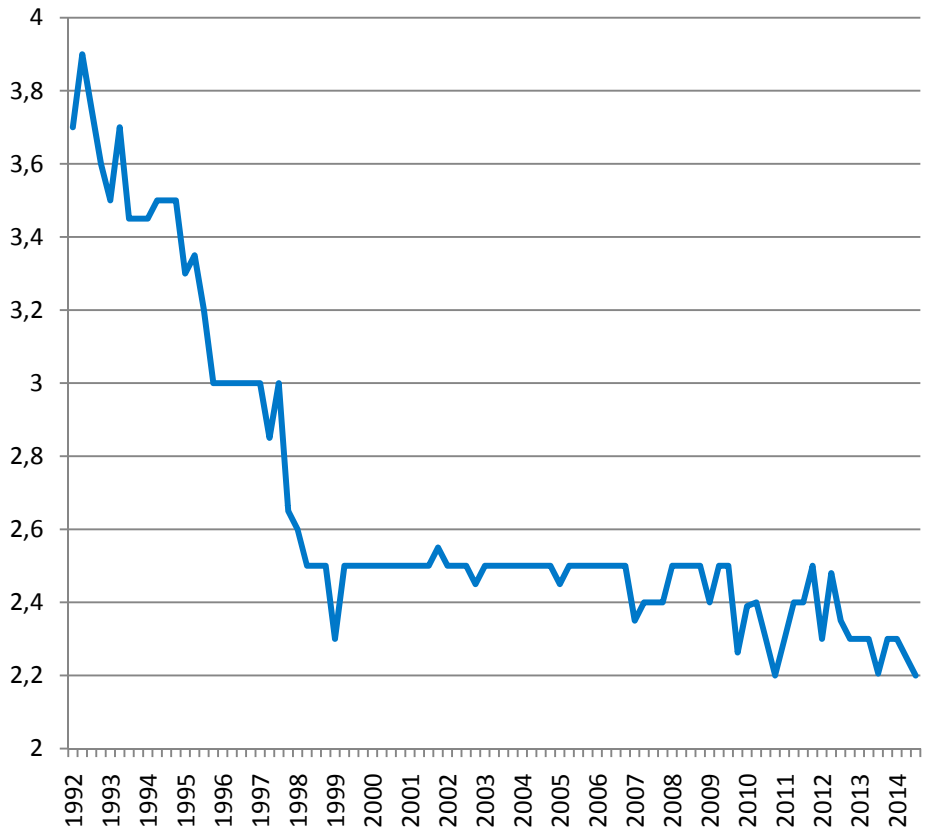
Langsigtede inflationsforventninger - fortsat stabile og på et lavt niveau

De langsigtede inflationsforventninger ligger fortsat på et lavt niveau. Et stort udbud af arbejdskraft og nye teknologier inden for energiudvinding i USA giver ikke umiddelbart anledning til at frygte kraftig inflation. Inflationen ligger under Fed's målsætning på 2 procent. Inflationsmæssigt er der således ikke noget, der taler for voldsomt stigende renter foreløbig, og så længe de langsigtede inflationsforventninger ikke ændres nævneværdigt, understøtter det generelt aktierne.

Inflation, USA



Langsigtede inflationsforventninger for USA

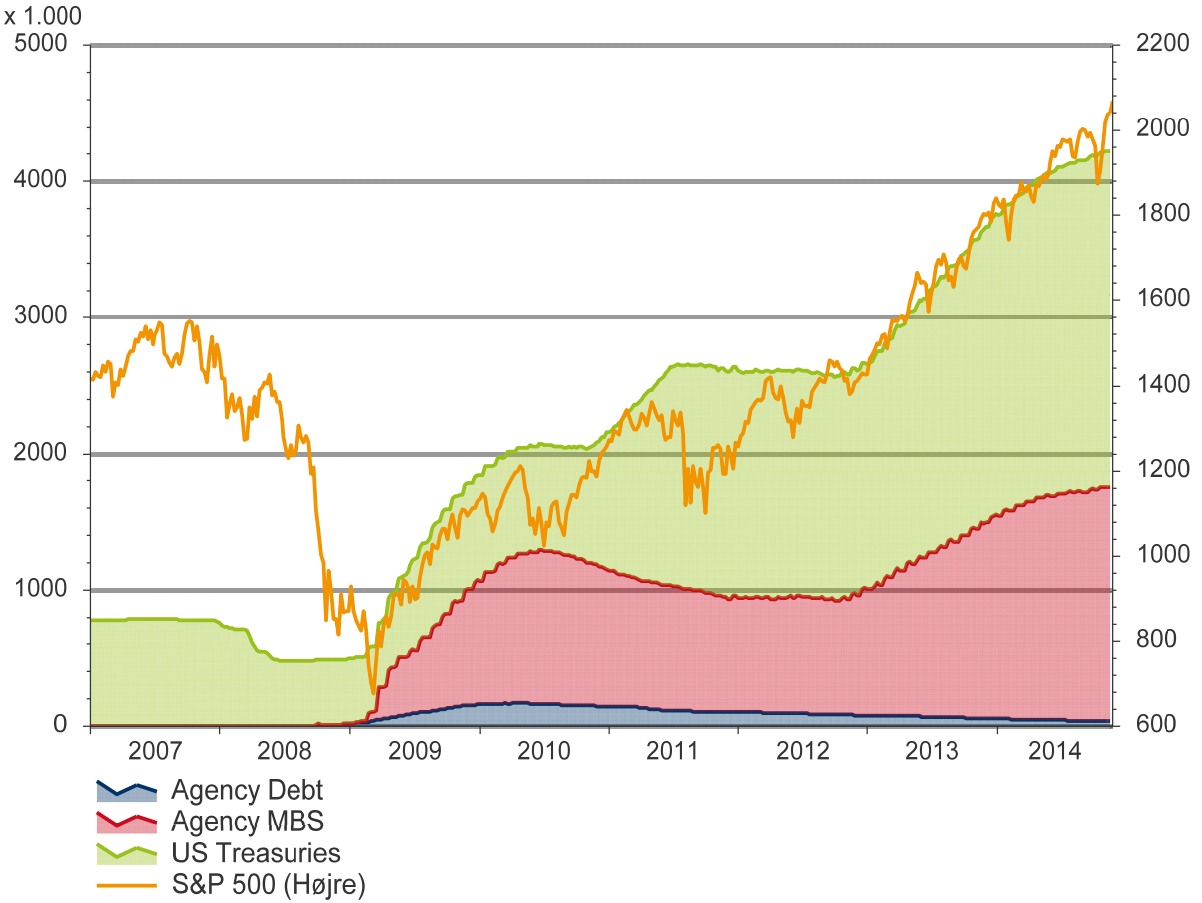


Kilde: Thomson Reuters Datastream

Nu skal patienten vise om formen bliver bedre ved en lavere dosis

- *QE3 er stoppet og vi forventer, at Fed er klar med den første rentestigning medio 2015*
- *Der er dog intet hastværk for Fed med at hæve renten, da inflationen fortsat er lav*
- *Feds ekspansive pengepolitik har understøttet udviklingen i S&P 500*
- *En fortsat robust indtjeningsvækst i virksomhederne i et bedre vækstmiljø og virksomhedernes stærke balancer med en fortsat høj udlodningsevne vil bidrage til, at aktiekurserne kan holde niveauerne og stige yderligere i 2015 - trods udsigten til svagt stigende renter i USA.*

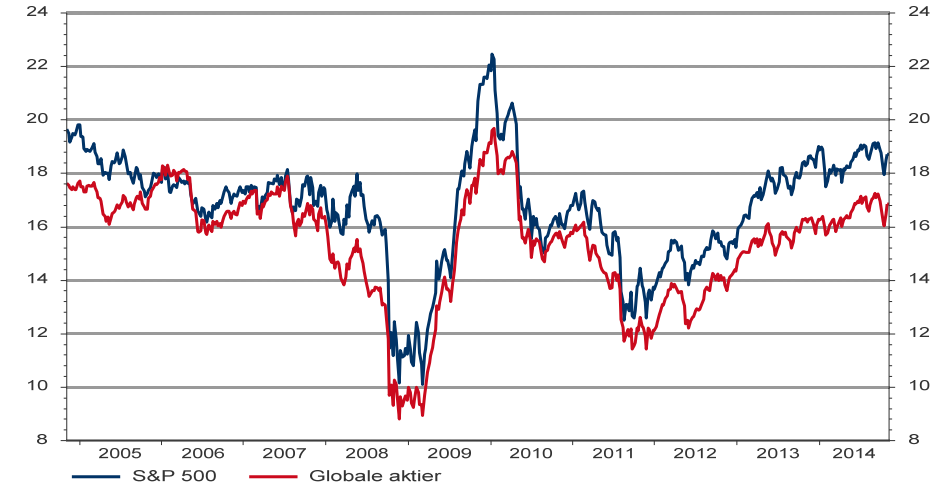
Feds balance og udviklingen i S&P 500



Kilde: Thomson Reuters Datastream

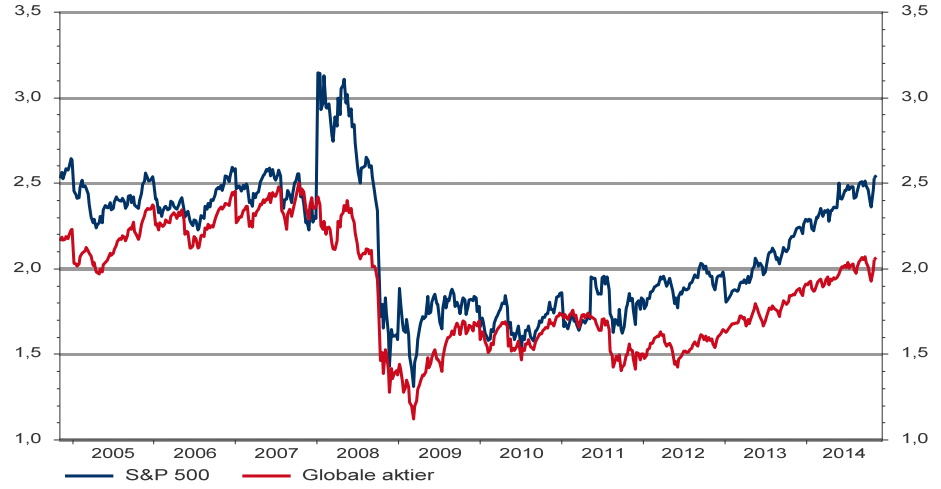
Værdiansættelse (I): S&P 500 traditionelt lidt dyrere end andre markeder

P/E



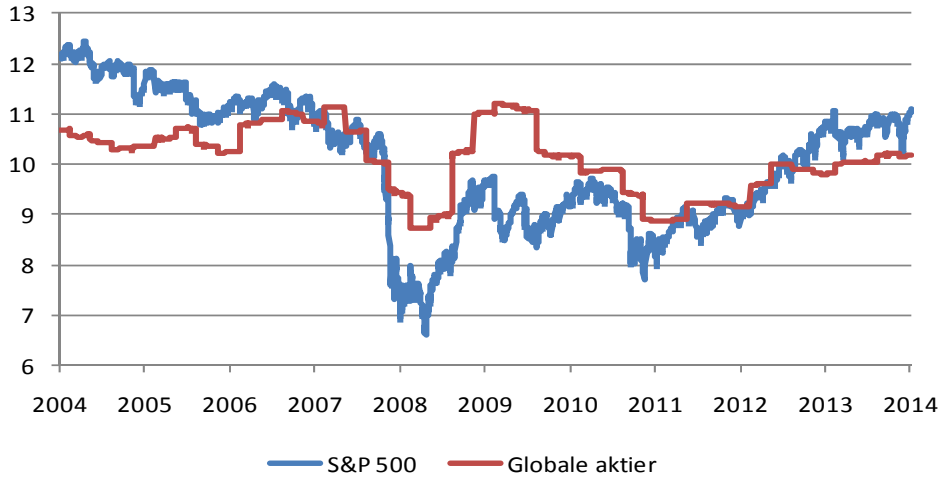
Kilde: Thomson Reuters Datastream

K/I

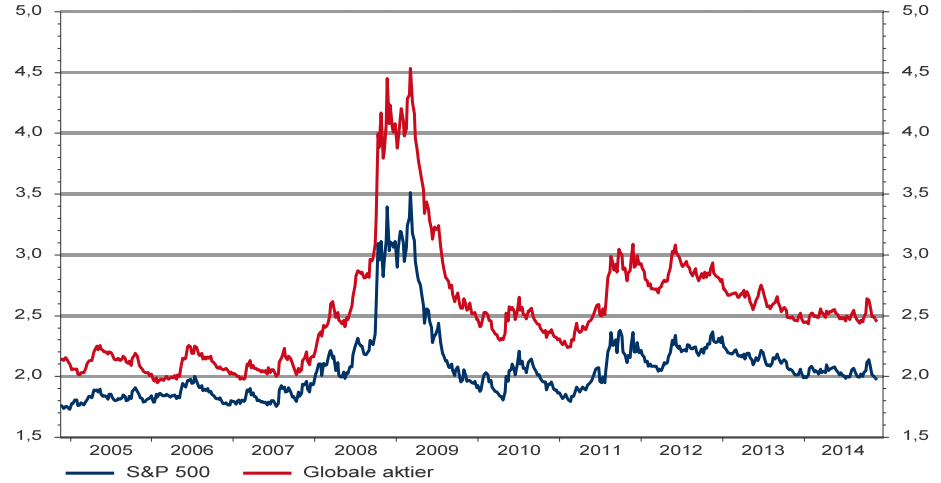


Kilde: Thomson Reuters Datastream

EV/EBITDA

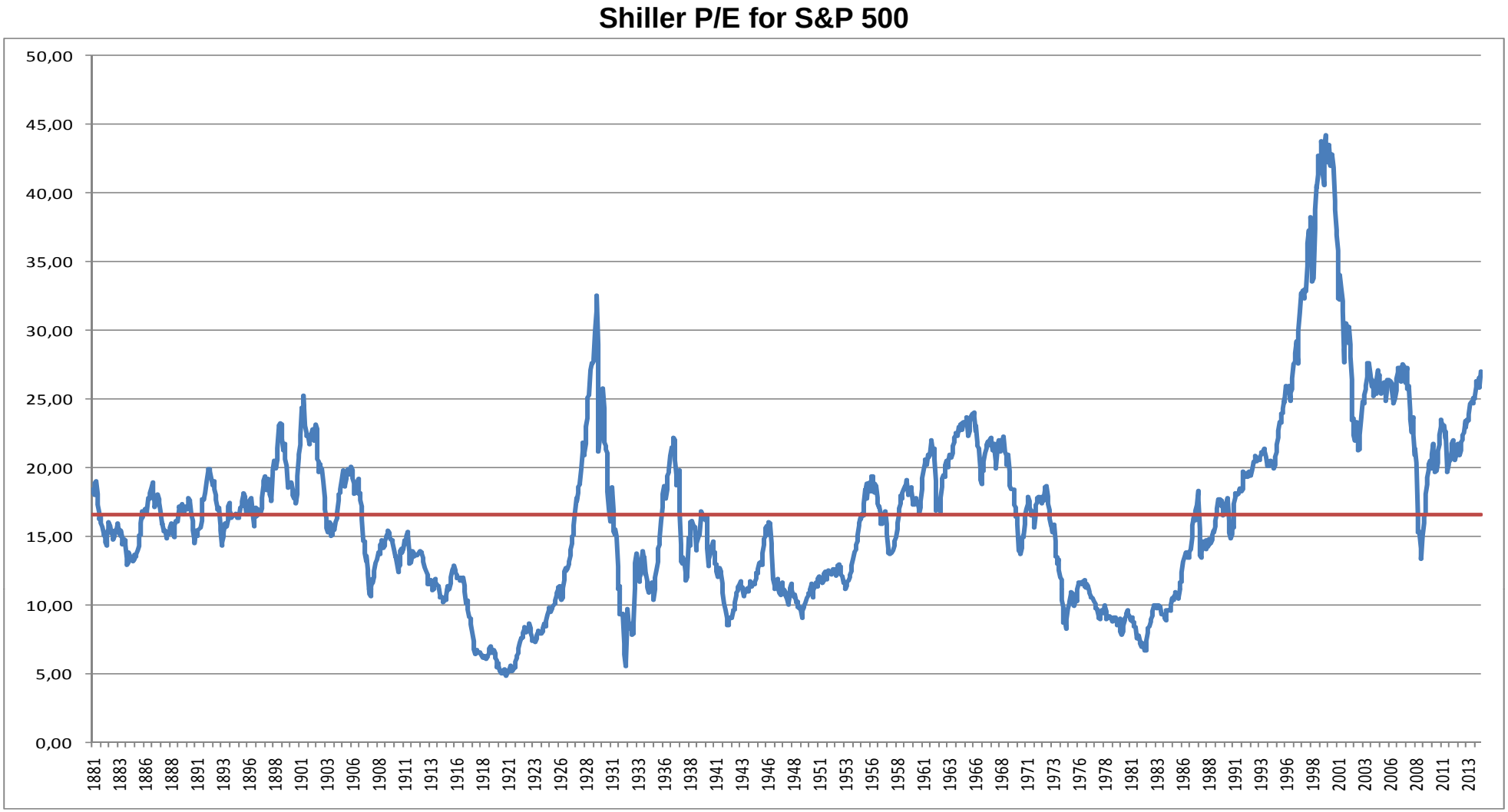


Yield



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Værdiansættelse (II): S&P 500 ser dyrt prisfastsat ud



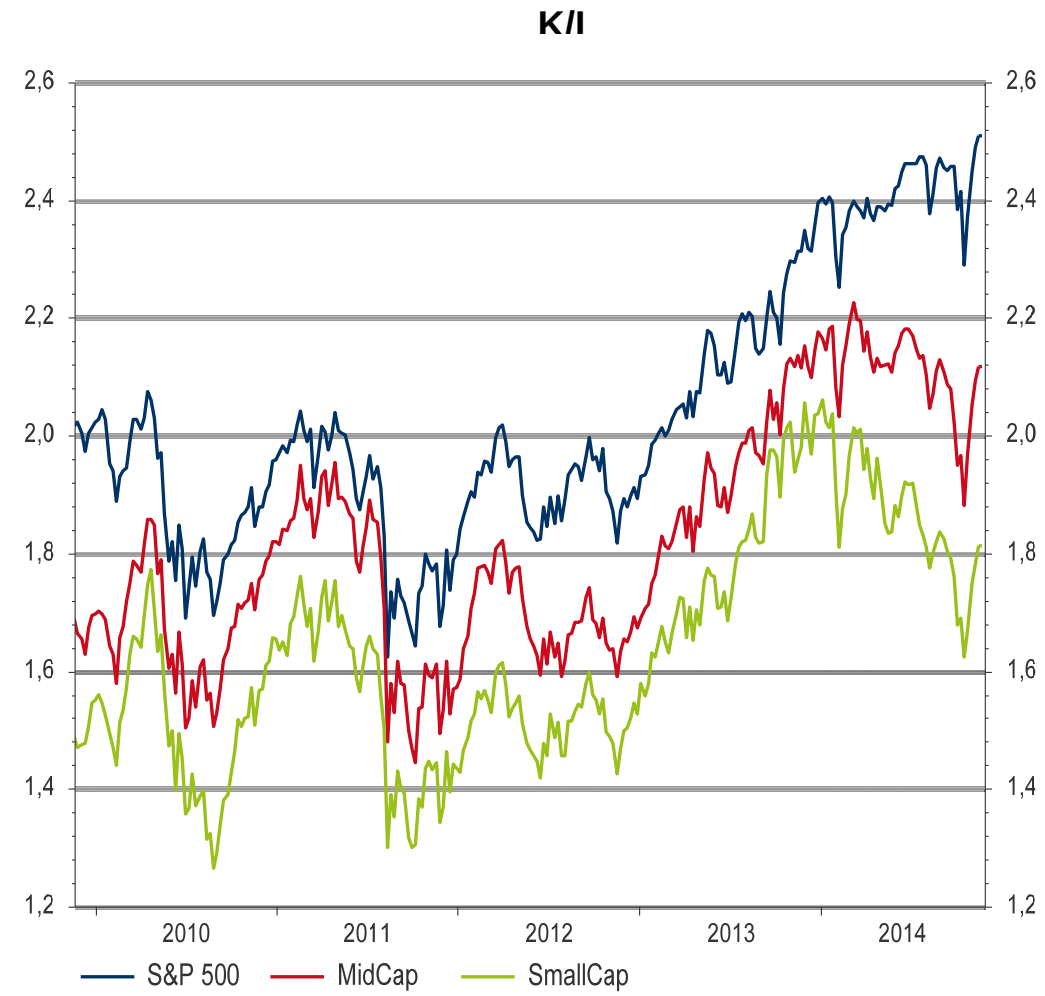
Anm.: Shiller P/E er baseret på en gennemsnitlig inflationsjusteret indtjening over en forudgående ti-årig periode.

Kilde: Sydbank og ThomsonReutersDatastrem

Værdiansættelse (III): SME-segmentet i USA ser mere attraktiv ud

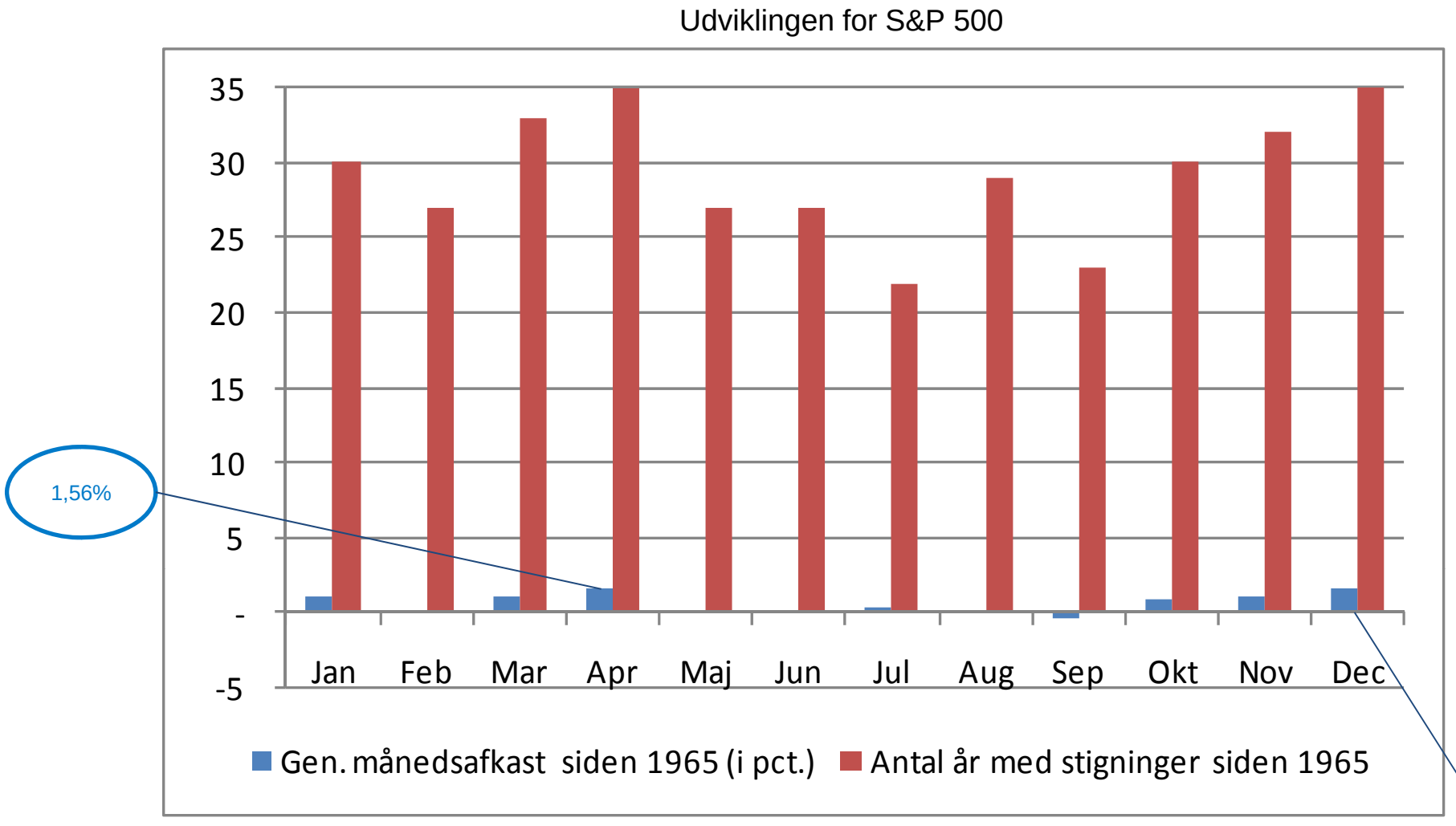
Små/mellemstore virksomheder (SME) vil i højere grad profitere af:

- *Øget vækst i amr. økonomi i 2015 på ca. 3 procent mod 2,25 procent i 2014, sfa. deres mere indenlandske orientering*
- *M&A aktiviteten i USA*
- *Mindre påvirket af USD-styrkelsen*
- *Øget investeringslyst hos de amr. virksomheder*
- *Værdiansættelsen ser generelt mere attraktiv ud blandt SME-segmentet end blandt de store S&P 500 virksomheder for den langsigtede investor.*



Kilde: Thomson Reuters Datastream

Højt forbrugerhumør kan forstærke amerikansk aktieoptimisme



- December er en af årets to bedste aktiemåneder i USA
- Startskuddet til årets julehandel i USA er netop gået og forventningerne er tårnhøje.
- Forbrugernes humør er det højeste i syv år – og en god Black-Friday uge kan sende amr. aktier mod nye rekorder resten af året

S&P 500: Basis for yderligere stigninger på 5-7 procent i 2015

• Amerikanske aktier er dyre - både relativt og absolut. Potentialet for SME ser mere lovende ud end for de store S&P 500 virksomheder, som er relativt dyrt prisfastsat

• Formkurven i mange amerikanske virksomheder er dog stærk - lønsomheden er høj og balancerne stærke. Det billede ændres der næppe ved i 2015

• Den samlede udlodningsprocent for de store virksomheder på ca. 5 procent understøtter aktiekurserne i det nuværende lav-rente miljø og skærmer mod mulige mindre renteforhøjelser

• Skuffelser eller tiltagende frygt vil sende amerikanske aktier ud i mindre tilbagefald ved den nuværende høje prisfastsættelse

• Indtjeningsvækst på 8-10 procent ved en P/E-multipel på 17,6 for 2014 og 15,4 for 2015 indikerer et mindre potentiale for S&P 500 til niveauet 2200 i løbet af 2015.

• Sammenlignet med andre aktiemarkeder anser vi potentialet i europæiske aktier for at være større som følge af en mere attraktiv værdiansættelse, et større indtjeningsmæssigt overraskelsespotentiale hos virksomhederne og en mere lempelig pengepolitik fra den europæiske centralbank, som bl.a. svækker euroen og dermed giver vækstudsigterne i Europa en kærkommen håndsrækning.

Anbefalingsoversigt - Sydbanks aktieunivers

	Køb	Hold	Sælg
Cykliske aktier	A. P. Møller Mærsk D/S NORDEN Danske Bank NKT Holding Pandora Rockwool Vestas	Nordea	Bang & Olufsen DSV FLSmidth SAS
Defensive aktier	ALK-Abelló Carlsberg GN Store Nord ISS Novo Nordisk Tryg	Chr. Hansen Coloplast Novozymes	H. Lundbeck Royal Unibrew TDC Topdanmark William Demant

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til "www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier"

Kilde: Sydbank

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.
Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse
De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed
En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko
Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen
Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur
Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 27 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	*Kursudvikling*	*Tidshorisont*	*Fordeling af anbefalinger*
Køb	*Bedre end gennemsnittet af virksomheden i kategorien*	*12 måneder*	*50,0%*
Hold	*På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 måneder*	*15,4%*
Sælg	*Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien*	*12 månede1*	*34,6%*

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

Anbefalingsoversigt:
For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktierUH.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen. Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.