
En analytikers tanker - tankegang for aktiekurser

Præsentation ØU Life Science , oktober 2020

Om mig... Morten Larsen

Sellside aktieanalytiker hos Nordea og ABG 2001-2018 (STO, CPH), Idag konsulent og skribent for ØU.

Sektorchef for analyse af Skandinaviske healthcare aktier, ~100 rejsedage og +500 investormøder per år, +10 IPOer.

Grundsyn: vækst og indtjening er vigtigste kursdrivere, investering slår spekulation på den lange bane, aktiemarkedet er ikke perfekt, både tilvalg og fravalg er vigtige for afkast, aktieanalyse er som at se på en levende organisme igennem et mikroskop/excel ark, der er altid 100% downside, ass-umptions, healthcare er unik som investeringsområde med høj vækst, profitabilitet, afkast, barrierer imod konkurrence samt "selvhjælp".

Rammesyn

FINANCIAL HIGHLIGHTS AND KEY FIGURES

| | FY 2019 | FY 2018 |
|--|---------|---------|
| Financial highlights (DKK million) | | |
| Core revenue | 17,036 | 18,117 |
| Core profit from operations (core EBIT) | 4,976 | 6,158 |
| Reported revenue | 17,036 | 18,117 |
| Operating profit before depreciation and amortization (EBITDA) | 6,823 | 6,436 |
| Reported profit from operations (EBIT) | 3,608 | 5,301 |
| Net financials | (127) | (12) |
| Profit before tax | 3,481 | 5,289 |
| Tax | 814 | 1,382 |
| Profit for the period | 2,667 | 3,907 |
| Equity | 14,554 | 14,251 |
| Assets | 35,757 | 23,011 |
| Cash flows from operating and investing activities (free cash flow) | | |
| Purchase of property, plant and equipment, gross | (5,146) | 3,074 |
| | 356 | 300 |
| Key figures | | |
| EBIT margin (%) | 21.2 | 29.3 |
| Return on equity (%) | 18.5 | 29.6 |
| Return on equity (%) – rolling four quarters | 18.5 | 29.6 |
| Net debt/EBITDA (x) | 1.4 | (1.0) |
| Net debt/EBITDA (x) – rolling four quarters | 1.4 | (1.0) |
| Share data | | |
| Number of shares for the calculation of EPS (millions) | 198.7 | 198.7 |
| Number of shares for the calculation of DEPS (millions) | 198.7 | 198.7 |
| Earnings per share, basic (EPS) (DKK) | 13.42 | 19.66 |
| Earnings per share, diluted (DEPS) (DKK) | 13.42 | 19.66 |
| Proposed dividend per share (DKK) | 4.10 | 12.00 |

Kilde: Lundbeck Q4'19

At identificere hvad som driver en aktiecase er svært: Mange forskellige aktiecases man kan købe sig ind i: quality, dividend, growth, vækst, GARP, cash flow, M&A, pipeline, compounders, value, restrukturerer, momentum, smallcap, geografier, sektorer, etc.

Jeg bliver dog ved med at komme tilbage til én formel som udgangspunkt for, hvordan man kan blive betalt som aktieinvestor:

$$P = P/E * EPS$$

Aktiekurs = Værdiansættelsesmultiplen * Indtjening per aktie.
(oversættelse: hvor mange gange årets overskud er aktiemarkedet villig til at betale for én aktie * årets overskud/bundlinjen divideret med antal aktier).

P = P/E * EPS, Case: Novo Nordisk vs Carlsberg

| Novo Nordisk | | | | Carlsberg | | | |
|---------------|-------|-----------|------|---------------|-------|-----------|------|
| År | EPS | Aktiekurs | P/E | År | EPS | Aktiekurs | P/E |
| 2000 | 1,30 | 42,0 | 32,3 | 2000 | 10,8 | 196,1 | 18,1 |
| 2005 | 2,47 | 49,2 | 20,0 | 2005 | 14,6 | 337,5 | 23,1 |
| 2010 | 4,92 | 125,8 | 25,6 | 2010 | 35,1 | 558,5 | 15,9 |
| 2011 | 6,00 | 132,0 | 22,0 | 2011 | 34,1 | 405 | 11,9 |
| 2012 | 7,77 | 183,3 | 23,6 | 2012 | 36,1 | 554 | 15,3 |
| 2013 | 9,35 | 198,8 | 21,3 | 2013 | 37,8 | 600 | 15,9 |
| 2014 | 10,07 | 260,3 | 25,8 | 2014 | 36 | 478,8 | 13,3 |
| 2015 | 13,52 | 399,9 | 29,6 | 2015 | 28,1 | 612,5 | 21,8 |
| 2016 | 14,96 | 254,7 | 17,0 | 2016 | 25,4 | 609,5 | 24,0 |
| 2017 | 15,39 | 334,5 | 21,7 | 2017 | 32,2 | 745 | 23,1 |
| 2018 | 15,93 | 297,9 | 18,7 | 2018 | 35,2 | 692,6 | 19,7 |
| 2019 | 16,38 | 386,6 | 23,6 | 2019 | 41,0 | 993,8 | 24,2 |
| CAGR / Gns. | 14,3% | 12,4% | 23,4 | CAGR / Gns. | 7,3% | 8,9% | 18,9 |
| Forventninger | | | | Forventninger | | | |
| 2020 | 17,9 | 450 | 25,1 | 2020 | 37,7 | 890 | 23,6 |
| 2021 | 20,0 | 450 | 22,5 | 2021 | 44,0 | 890 | 20,2 |
| 2022 | 22,6 | 450 | 19,9 | 2022 | 49,3 | 890 | 18,1 |
| '20-'22 vækst | 26,3% | | | '20-'22 vækst | 30,8% | | |

Novo P/E mindsket fra 32x i '00 til 25x i '20, men aktien er steget 10,5x i perioden grundet EPS er vækstet 13,7x. Carlsberg er i samme periode blevet dyrere, men aktien er "kun" steget 4,5x, grundet i EPS steget 3,5x.

Hvis Novo i 2022 forsat skal handle på 25,1x P/E (dvs uændret P/E vs 2020 og estimerne korrekte) da skal aktien stige 26,3% over næste 2 år. Er dette interessant at investere ind i? Carlsberg EPS stiger 30,8% i samme periode. På historisk P/E (23,4x) går aktien kun 17%, på US Pharma snit (13,7x) skal aktien -30%.

Siden 2015 har Novo kun vist begrænset EPS vækst (32% 2015-20), analytikere tror på vækstacceleration, er dette fair givet selskabets størrelse og pipeline? Er analytikerestimerne korrekte, kan aktien blive dyrere, hvad gør aktiemarkedet i samme periode?

Implikationer og tanker #1

$$P = P/E * EPS$$

- 1) Hvis P/E er konstant, vil aktien om ét år være steget med EPS væksten.
 - 2) Hvis der ikke er EPS vækst, skal P/E stige for at aktien skal blive mere værd.
 - 3) Modellen peger os imod, hvor vi skal bruge vores analysekræfter. Er dette en “selskabet skal blive dyrere case” eller en “hvorfor tror aktiemarkedet ikke det samme om selskabets indtjening som jeg gør”?
 - 4) Fremtids-P/E: Når et selskab kommer ud af et højvækst-miljø og væksten nærmer sig markedsvæksten, bør P/E også nærme sig markedsniveau (mean reversion) = normaliseret indtjening i år X efter produktlancering værdisættes til $Z \times P/E$.
 - 5) Modellen har stærke begrænsninger, fungerer bedst på profitable selskaber, der ikke handler på indre værdi/dividende etc.
-

Implikationer og tanker #2

- 1) Indtjeningsvækst er en stærkere og mere prediktiv driver for langsigtede kursstigninger end værdiansættelsesargumenter.
 - 2) At en aktie er billig er isoleret set sjældent et høj-validt argument for kursstigninger, men det kan være et rigtig godt startsted for en investering.
 - 3) Det er svært at gøre billige aktier dyre, nemmere at gøre dyre aktier dyrere i lavrentemiljø.
 - 4) Estimat-revideringer er kraftfuld driver for kurser, kig efter cases hvor forventningerne (EPS) er for lave.
 - 5) Hvilket benchmark skal du slå? Og hvad kommer markedet til at levere? Er 8% kursstigning om året godt, hvis markedet laver 10%?
 - 6) Kursreaktioner på nyheder, tænk i EPS changes. F.eks. 3% guidance-hike kan teoretisk medføre 3% kursstigning.
 - 7) Husk, at investors total-aflønning også sker fra dividende og cash flow.
-

Nogle nøglespørgsmål

Med 30.000 børsnoterede aktier i verden, hvorfor SKAL jeg eje denne? Hvad er min aktiecase? Verbaliser casen og sæt tal på den, heriblandt estimér en fair aktiekurs.

Er dette strukturel eller midlertidigt vækst? Er væksten strukturel kan man tage fejl i aktien på den korte bane, men stadigvæk tjene penge på den lange bane.

Hvordan ser dette selskab ud i en steady-state? F.eks markedsstørrelse, marginer, cash flow og balancesheet. Er det f.eks. fair at antage, at Novo har +40% EBIT-marginer, og stigende, om 10 år? Hvor meget cashflow skal der til for at selskabet kan komme til breakeven? Har jeg tilstrækkelig cash til at være på denne rejse?

Hvor og hvornår er nyhedstriggerne, der kan få aktiemarkedet hen til mit syn på aktien?

Hvordan vil omverdenen flytte sig imellemtiden? Og har jeg og selskabet optionalitet?

Do's and Don'ts

Blandt udviklingselskaber elsker jeg: Produkter med KLARE fordele (patient-fordele + healthconomics + åbent marked), produkt-optionalitet, høje bruttomarginer, fokuserede selskaber med unik viden, aktier med lavere end antaget R&D-risiko og udviklings-optionalitet, et tydeligt adresserbart marked, troværdig go-to-market strategi, troværdig kort og langsigtet omkostningsstruktur, management med skin-in-the-game og som har gjort det før, selskaber som kommunikerer med investorerne

Nogle af mine “pet peeves”: Juletræ-pipelines, management teams hvor aktiekursen driver selskabet, selskaber hvor aktiemarkedet er foran “kurven”, skiftende kommunikationsfokus hvor dårlige valuedrivers “glemmes”, højrisiko-projekter med manglende buy-in fra andre, pipelines uden fremdrift, manglende accept af at 80% af studier misser timelines, manglende inklusion af optionalitet i udviklingen af projekter, teknologi for teknologiens skyld, kort patentlevetid, “this time it’s different...”, høj employee-churn, manglende eller for-sent fokus på CMC og supply chains, manglende plan for company building, pris-tager

Novo Nordisk estimator

Annual Income Statement Data

| Fiscal Period: December | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Net sales ¹ | 111 696 | 111 831 | 122 021 | 127 440 | 135 745 | 147 039 |
| EBITDA ¹ | 52 149 | 51 173 | 58 144 | 59 085 | 62 774 | 68 872 |
| Operating profit (EBIT) ¹ | 48 967 | 47 248 | 52 483 | 54 196 | 57 809 | 63 311 |
| Operating Margin | 43,8% | 42,2% | 43,0% | 42,5% | 42,6% | 43,1% |
| Pre-Tax Profit (EBT) ¹ | 48 680 | 47 615 | 48 553 | 52 789 | 57 782 | 63 712 |
| Net income ¹ | 38 130 | 38 628 | 38 951 | 41 748 | 45 730 | 50 316 |
| Net margin | 34,1% | 34,5% | 31,9% | 32,8% | 33,7% | 34,2% |
| EPS ² | 15,4 | 15,9 | 16,4 | 17,9 | 20,0 | 22,6 |
| Dividend per Share ² | 7,85 | 8,15 | 8,35 | 8,93 | 9,69 | 10,7 |
| Last update | 02/01/2018 | 02/01/2019 | 02/05/2020 | 10/08/2020 | 10/08/2020 | 10/08/2020 |

¹ DKK in Million ² DKK

Estimates

Valuation

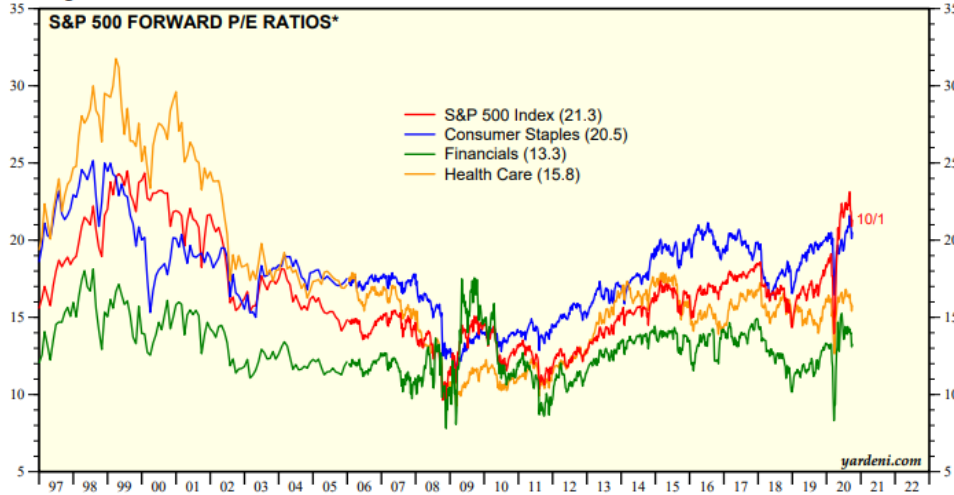
| Fiscal Period: December | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Capitalization ¹ | 817 671 | 713 245 | 909 347 | 1 021 628 | - | - |
| Enterprise Value (EV) ¹ | 800 513 | 698 122 | 898 355 | 1 010 376 | 1 006 254 | 1 003 729 |
| P/E ratio | 21,7x | 18,7x | 23,6x | 24,6x | 21,9x | 19,4x |
| Yield | 2,35% | 2,74% | 2,16% | 2,03% | 2,21% | 2,44% |
| Capitalization / Revenue | 7,32x | 6,38x | 7,45x | 8,02x | 7,53x | 6,95x |
| EV / Revenue | 7,17x | 6,24x | 7,36x | 7,93x | 7,41x | 6,83x |
| EV / EBITDA | 15,4x | 13,6x | 15,5x | 17,1x | 16,0x | 14,6x |
| Price to Book | 16,4x | 13,8x | 15,8x | 16,6x | 15,0x | 13,2x |
| Nbr of stocks (in thousands) | 2 444 458 | 2 394 243 | 2 351 860 | 2 325 318 | - | - |
| Reference price (DKK) | 335 | 298 | 387 | 439 | 439 | 439 |
| Last update | 02/01/2018 | 02/01/2019 | 02/05/2020 | 10/08/2020 | 10/08/2020 | 10/08/2020 |

¹ DKK in Million

Estimates

Back-up #1

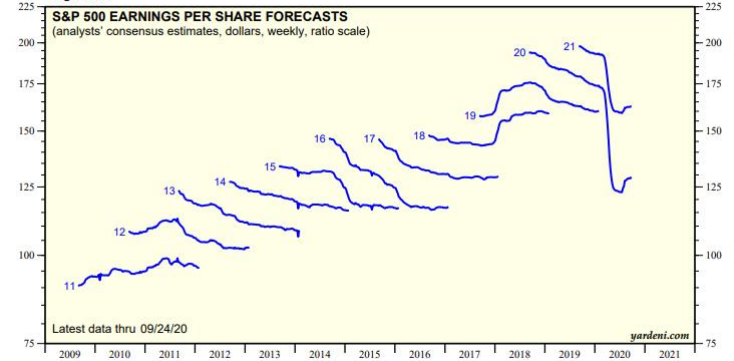
Figure 1.



* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.
Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

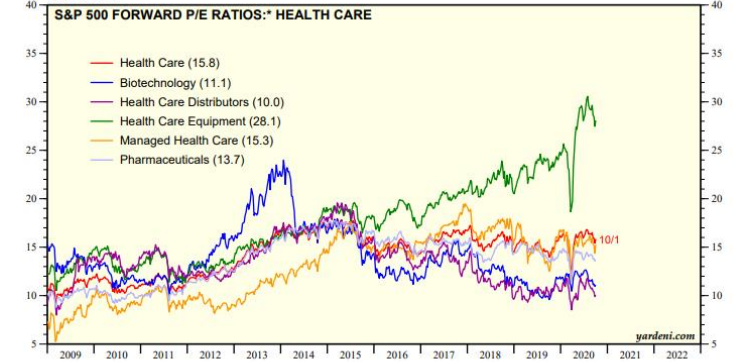
Kilde: www.yardeni.com 9 Okt 2020

Figure 6.



Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

Figure 15.



* Price divided by 12-month forward consensus expected operating earnings per share.
Source: I/B/E/S data by Refinitiv.

Kilder, links etc.

www.yardeni.com

www.marketscreener.com

www.finviz.com

<http://www.nasdaqomxnordic.com/nyheder/selskabsmeddelelser>

<https://seekingalpha.com/>

Fiercepharma , Modernhealthcare , conference call transcripts, præsentationer, podcasts (HBR after hours/Economist Radio/Exchanges at Goldman Sachs/Odd Lots/The Indicator/HBR Ideacast...) etc.
