



2015-11-11	Utv i år
Norron Preserve	0,6%
Norron Premium	-1,3%
Norron Target	1,4%
Norron Select	7,3%
Norron Active	26,9%

Kilde: Morningstar

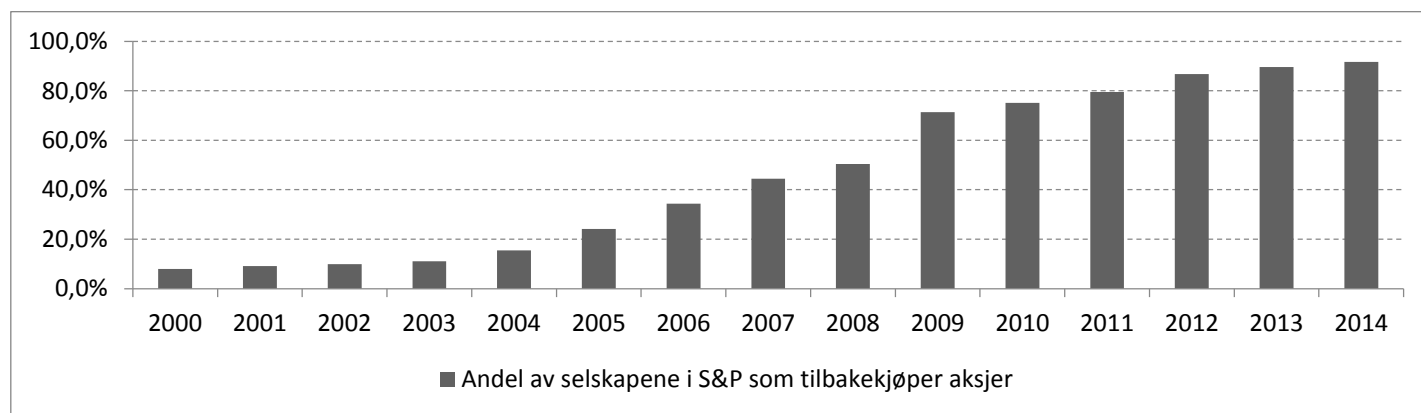
Finansiell istedenfor tradisjonell engineering

Kapitalmarkedene har igjen roet seg etter sensommerens og høstens turbulens. Rapporteringsperioden for tredje kvartal er nå i utgangspunktet ferdig. Trenden i inntjeningsestimaterne er svakt ned. Prognosene for den globale veksten er nedjustert ytterligere.

I finansmarkedene er bildet sammensatt. Måten sentralbankene agerer på og deres betydning er fortsatt svært stor. Investorene strever med kravet om, og kompleksiteten i å oppnå god absolutt avkastning. I obligasjonsmarkedene reduseres tilbudet av attraktive obligasjoner som følge av sentralbankenes programmer for kvantitative lettelse. Ledelsen i ulike selskaper utfordres av avtagende global etterspørsel og stor usikkerhet i beslutningsgrunnlaget, som skal danne grunnlaget for ekspansjon og nye investeringer. En stor del av selskapenes driftsresultat distribueres til aksjonærene gjennom tilbakekjøp av aksjer og utbytte. Konsekvensene for såvel obligasjons- som aksjemarkedet blir en form for knapphetsprising av aktiva. Dette bidrar til å drive opp vurderingene på børsen og holder rentenivået nede.

Norron har analysert betydningen av tilbakekjøp av aksjer i USA. Vi har i detalj studert S & P-indeksen. Hvert enkelt selskap (500 stykker) er blitt vurdert med hensyn til nivået på utbyttet og størrelsen på tilbakekjøpsprogrammene de siste 15 årene. Resten av dette markedsbrevet vil belyse Norrons viktigste funn knyttet til dette stadig viktigere fenomenet.

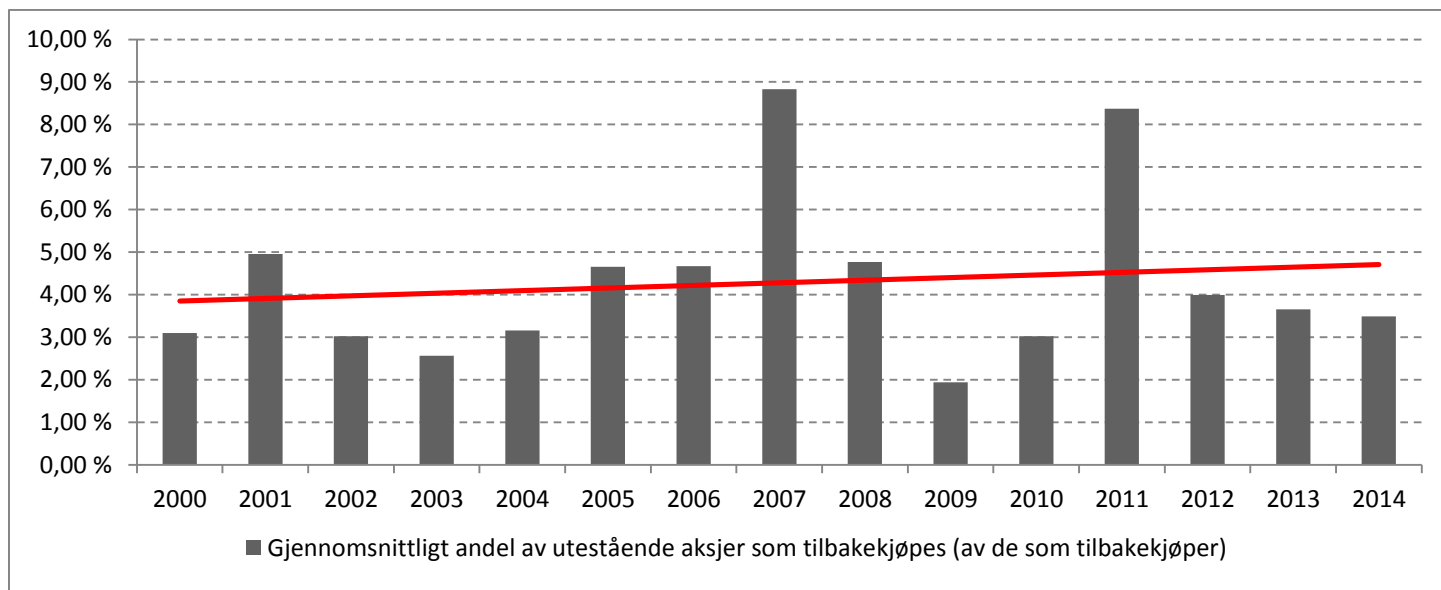
Observasjon #1 – Fra noe som noen få gjør, til en allmen trend



Kilde: Norron & Bloomberg

Konsekvensen av at selskap kjøper tilbake egne aksjer, er at det blir færre utestående aksjer å fordele årets resultat på. Det blir som en omvendt aksjeemisjon. Prisen bør justeres opp fordi fortjenesten pr. aksje øker. Åpenbart synes 90 prosent av amerikanske styrever i S & P-selskaper, at det er bedre å investere i egne aksjer enn at virksomheten ekspanderer. For 10 år siden var motsvarande tall ca 15 prosent, som det fremgår av grafen på foregående side.

Observasjon #2 – "Tilbudet" av aksjer i S&P reduseres med i gjennomsnitt ca 4% pr. år



Kilde: Norron & Bloomberg

Mange investorer har økt sin eksponering mot USA fordi dette "landet" har vist de klareste tegnene på en selvgående økonomi etter avslutningen av de store QE-programmene, som pågikk mellom 2009-2014. På grunn av den usikre økonomiske situasjonen i resten av verden, har selskapene valgt å kjøpe tilbake egne aksjer i stedet for å investere. I en verden styrt av tilbud og etterspørsel ville ikke dette hatt så stor betydning hvis situasjonen var slik som på begynnelsen av 2000-tallet. Da var det bare et mindre antall selskaper som aktivt reduserte antallet utestående aksjer. Men nå er tilbakekjøp av egne aksjer noe som forekommer hos mer enn 90 prosent av selskapene i S & P-indeksen.

Observasjon #3 – Hvor mye av veksten i inntjeningen kan forklares ved tilbakekjøp?

Når bare et fåtall av aktørene kjøper tilbake egne aksjer, så får ikke det så stor effekt på den samlede inntjeningsveksten i en indeks. Tilbakekjøp har også mindre betydning i perioder med sterk økonomisk vekst fordi den samlede fortjenesten vokser på grunn av økt økonomisk aktivitet. I tiden fremover er det imidlertid viktig å følge med på denne faktoren fordi vi ikke antar at den globale veksten vil være spesielt sterk i de kommende årene. I tabellen under har vi forsøkt å beregne hvor stor andel av resultatveksten som oppstår som følge av at antallet utestående aksjer reduseres med gjennomsnittlig 4 prosent pr. år i mer enn 90 prosent av selskapene.

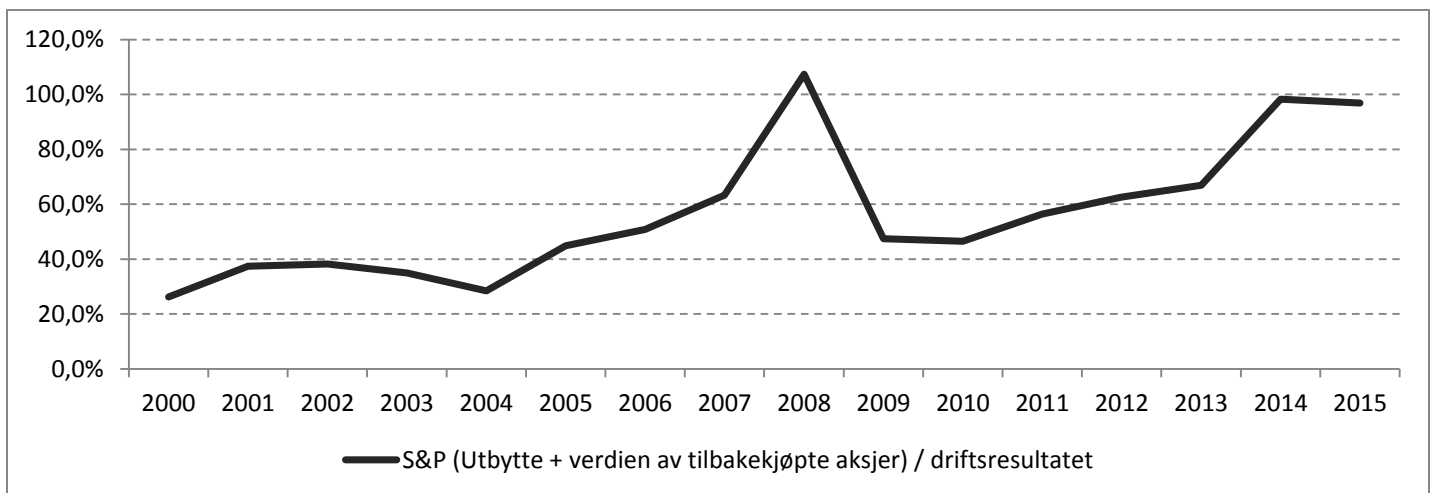
År	Tilbakekjøpenes andel av inntjeningsveksten (S&P)
2000	5,7%
2001	-5,3%
2002	6%
2003	1,9%
2004	1,6%
2005	3,0%
2006	4,7%
2007	28,0%
2008	-17,7%
2009	-35,5%
2010	3,7%
2011	10,8%
2012	99,8%
2013	15,7%
2014	29,8%

Kilde: Norron & Bloomberg

I fjor kunne en tredjedel av resultatveksten i S & P tilskrives selskapenes tilbakekjøp av egne aksjer, en faktor som det er viktig å følge med på. Endringer i denne atferden vil derfor kunne få stor betydning for utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet. Det er åpenbart at det er lettere for et kollektiv av bedriftsledere å ta en beslutning som påvirker inntjeningsveksten med 30 prosent (på kort sikt), enn å allokere kapital til nye investeringer.

Observasjon #4 – Nå har vi nok nådd taket....

Ett av de mer interessante funnene i vår lille studie er hvilken andel av selskapenes driftsresultat etter skatt som benyttes til utbytte og tilbakekjøp av aksjer. Hvis man ønsker å opprettholde en kapitalstruktur man er komfortabel med, er det naturlig å ikke distribuere mer enn driftsresultatet etter skatt. Utviklingen i andelen som har blitt distribuert til aksjonærene er vist i grafen under.



Kilde: Norron & Bloomberg

Av grafen over kan vi konkludere med, at amerikanske selskaper (innenfor S & P) distribuerer 100 prosent av driftsresultatet til aksjonærene i form av utbytte og tilbakekjøp av aksjer. Vi nådde det samme nivået i 2008, men da var fortjenesten lav på grunn av finanskrisen. Nå er vi inne i det sjuende året i en gjeninnhenting og er langt fremme i inntjeningssyklusen. Til tross for det, sirkuleres 100 prosent av driftsresultatet til aksjonærene. Det er selvfølgelig flere årsaker til at investeringsaktiviteten er så lav blant amerikanske selskaper (ikke bare). Det er en trend som også tidligere er blitt observert over hele verden.

Det vi ønsker å vise i denne studien er, at den marginale effekten på fortjenesten allerede er tatt ut fordi mer enn 90 prosent av selskapene kjøper egne aksjer og fordi 100 prosent av driftsresultatet utbetales. Det blir snarere viktigere å overvåke om en motsatt trend etablerer seg i styrevervene til de amerikanske børselskapene. Økte renter og stigende utlånspremier kan godt resultere i en mer konservativ holdning til tilbakekjøp av egne aksjer. Dette vil i så fall kunne føre til lavere verddivurderinger i tiden fremover.

Vennlig hilsen

Ulf Frykhammar & Marcus Plyhr