

PANORAMA

INVEST

Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 17. oktober 2024 og tager udgangspunkt i de informationer og selskabets aktiekurs på daværende tidspunkt. Vi mener, at dette skriv giver læseren mulighed for bedre at forstå, hvordan vi tænker investering.

BMW investeringstese og selskabets nedjustering af deres forventninger til 2024

Introduktion til vores investering i BMW kan læses nedenfor.

Vi er fortsat trygge ved vores investering og forventer en høj gennemsnitlig forrentning over de næste mange år. I det følgende forklarer vi kort, hvorfor nedjusteringen ikke ændrer vores syn på selskabet.

BMW kom med en nedjustering for 3. kvartal i september. Nedjusteringen skyldes primært en komponentfejl og sekundært svag efterspørgsel i Kina. Selskabet venter nu:

- En driftsmargin for året på 6 – 7 pct. mod tidligere 8 – 10 pct.
- Et lille fald i antal leverede biler mod tidligere en forventning om en lille stigning.
- Frie pengestrømme fra bilsalg forventes lavere end tidligere, men stadig mere end 4 mia. EUR for 2024.

Den fundamentale værdi for en aktie kan udregnes ved at estimere selskabets fremtidige pengestrømme og tilbagediskontere beløbene til i dag med en rente, som modsvarer korrekt prisfast risikofri statsobligationsrente samt et risikotillæg, som modsvarer det enkelte selskabs risiko. Derfor vurderer vi alle nyheder i lyset af, hvordan nyhederne påvirker vores estimer af fremtidige pengestrømme.

- En komponentfejl påvirker primært BMWs frie pengestrømme i anden halvdel af 2024 gennem garantiomkostninger og forsinket salg, men påvirker ikke fremtidige frie pengestrømme efter 2024. Derfor har det kun en lille betydning for vores beregning af BMWs fundamentale værdi.
- Svag efterspørgsel i Kina, der primært skyldes faldende boligpriser, kan påvirke frie pengestrømme i flere år. 32 pct. af BMWs omsætning kommer fra Kina, og da vi er skeptiske på Kina og kinesisk økonomi, har vi allerede medregnet en "Kina-risiko" i vores værdiansættelse i form af et højere afkastkrav (cost of capital). Risikoen for manglende kinesisk efterspørgsel beskrev vi første gang i investeringsintroduktionen til BMW pr. 27.11.2023.

Der er mange positive nyheder for BMW i 2024 og frem. Her er nogle eksempler:

- BMWs salg af rene elbiler steg 34 pct. i årets første 6 måneder i et meget svært marked og udgjorde ca. 17 pct. af det samlede salg.
- I juli overhalede BMW Tesla i antal solgte elbiler i Europa.
- I 2025 – 2026 lanceres BMWs nye elbils-serie "Neue Klasse", som ser lovende ud, og som ifølge BMW får 30 pct. længere rækkevidde, 30 pct. hurtigere ladetid og markant lavere batteriomkostninger. Alt i alt er vores forventning, at denne serie vil gøre BMW endnu mere konkurrencedygtig – også inden for elbiler.

Vi står ved vores investeringstese for BMW:

"I værdiansættelsen af BMW adskiller vi segmenterne bilproduktion og finans, hvorefter vi prisfastsætter dem enkeltvis. Vi modellerer vores forventninger til frie pengestrømme via omsætning, profitmargin, behov for geninvestering og skat – som vi altid gør. Da BMW er et cyklisk selskab med en kvalitet lidt over middel, arbejder vi med en højere tilbagediskonteringsrente/et højere afkastkrav som afspejler denne risiko.

De fremtidige forventede pengestrømme giver en forrentning af den investerede kapital, som væsentligt overstiger vores relativt høje afkastkrav til selskabet, selv i mindre gunstige langsigtede

PANORAMA

INVEST

scenarier. Dermed ser vi et væsentligt stigningspotentiale for selskabet og konklusionen er, at BMW – for os – er et væsentligt undervurderet selskab af tilstrækkelig kvalitet.” - kopieret fra ”En Introduktion til vores investering i BMW”

Dette er et udklip fra nyhedsbrevet sendt d. 27. november 2023 og tager udgangspunkt i de informationer og selskabets aktiekurs på daværende tidspunkt. Vi mener, at dette skriv giver læseren mulighed for bedre at forstå, hvordan vi tænker investering.

Introduktion til vores investering i BMW



BMW's mission statement:

“To become the world's leading provider of premium products and premium services for individual mobility.”

BMW er en af markedslederne indenfor produktudvikling, design og produktion af premiumbiler og motorcykler af høj kvalitet. Herudover har BMW en finansdivision, som står for leasing og finansiering af selskabets biler. Motorcykelsegmentet fylder meget lidt i den samlede vurdering, så vi omtaler det ikke yderligere.

BMW beskæftiger ca. 150.000 medarbejdere globalt og omsatte i 2022 for 142 mia. EUR. Overskuddet ventes for 2023 at blive omkring 11,5 mia. EUR, og markedsværdien er ca. 60 mia. EUR.

BMW bliver af mange betragtet som ”a drivers car”, velkørende, sportslig og af høj kvalitet. Vi mener, at BMW har været dygtige til at bibeholde dette sportslige ”DNA” gennem den elektriske omstilling.

Selskabet blev grundlagt i 1916 som producent af flymotorer. I 1994 købte BMW Mini brandet, og i 1998 købte man Rolls Royce brandet. Fra år 2000 besluttede BMW kun at fokusere på premiumsegmentet, og netop denne beslutning er årsag til, at vi i dag er medejere af BMW. BMW introducerede sin første elbil i3 i 2013 (og sin første prototype i 1972).

Bilindustrien producerer årligt ca. 92 mio. biler, men industrien er ikke i sig selv en industri, vi er ”forelskede” i. Der er dog stor forskel på årsagerne til købsbeslutning inden for de billigste biler og inden for premiumsegmentet. Lidt firkantet kan man sige, at pris og holdbarhed spiller den største rolle blandt billige biler, mens udseende, kvalitet, brandets signalværdi og begejstring spiller den største rolle i den helt dyre ende af skalaen. BMW spænder fra lidt over middel prissegment til det højeste segment med Rolls Royce.

Den skitserede forskel i kunders købsparametre giver, som vi ser det, BMW en vis grad af ”pricing power”, lidt højere profitmarginer, højere afkast på den investerede kapital og lidt mindre konjunkturfølsom indtjening – og bedre relative kvalitetskarakteristika end industrien.

Forretningsmodel, konkurrencefordele, kapitalstruktur og kvalitet

BMW fokuserer på at bevare sin position som en af de førende inden for udvikling og produktion af biler og serviceydelser inden for premiumsegmentet. Selskabet har de senere år investeret tungt i forskning og udvikling, og i 2023 bruger BMW 7 mia. EUR på forskning og udvikling.

Store investeringer i forskning og udvikling har betydet, at BMW leverer elbiler af høj kvalitet, og selskabet oplever en årlig vækst i salget af rene elbiler på knap 100 pct. til ca. 15 pct. af totalt salg i 2023. Fra 2025 kommer BMW med helt nye elbiler, som de kalder Neuer Klasse, som bliver en stor opgradering på performance (kapacitet og ladetid) og underholdning. Selskabet er i dag også langt fremme med selvkørende biler.

BMW har en global tilstedeværelse, og omsætningen fordeler sig Europa 36 pct., USA 18 pct., Kina 32 pct. og resten af verden 14 pct. Den globale tilstedeværelse giver kritisk masse i forhold til udviklings- og produktionsomkostninger og mindre udsving i omsætning og pengestrømme.

PANORAMA

INVEST

Overskuddet fordeler sig med omkring 80 pct. for biler (og motorcykler) og omkring 20 pct. for finansdivisionen. Selskabets finansdivision er i sig selv profitabel med højt afkast på divisionens egenkapital, og den supporterer salget af premiumbiler gennem leasing, finansiering og forsikring.

Kapitalstruktur: Vores vurdering er, at BMW har en sund kapitalstruktur med en egenkapital på 91 mia. EUR ved udgangen af 2022, hvoraf produktionsanlæg (anlægsaktiver) udgjorde 32 mia. EUR. Regnskabet er specielt, da det bør ses som sammenlagte regnskaber for en bilproducent og en bank/finansdel. Dette betyder, at en række nøgletal og beregninger af nettogæld skal ses i dette lys. I årsregnskabet 2022 kan interesserede, fra side 153 til 158, se de enkelte segmenters resultat, balancer og egenkapital.

BMW's konkurrencefordele består af:

- BMW er et stærkt brand som er kendt for sportslighed, kvalitet og høj forbrugertilfredshed og Rolls Royce er det ultimative luksusbrand.
- Skalafordele i forhold til produktion af kvalitetsbiler og mulighed for deling af premiumteknologiske opfindelser og udviklingsomkostninger på tværs af modeller.

Andre store fordele:

- Et stærkt ledelsesteam og en strømlinet organisation med et klart DNA.
- Selskabet er langt fremme på elbiler og på selvkørende biler.
- Global tilstedeværelse, som til en vis grad udjævner udsving i omsætning og pengestrømme.
- Rimeligt loyale kunder.

Ledelse og strategi

Vi har et godt indtryk af BMW's ledelse. De tænker langsigtet, og der ser ud til at være et godt samarbejde mellem ledelsen og en aktiv bestyrelse. Selskabet er konservativt i dets udbytteudlodning (30-40 pct. payout ratio) og aktietilbagekøb, men det giver finansiell robusthed i omstillingen til elbiler. Ligeledes guider BMW også langsigtede profitmarginier på et niveau (8-10 pct.), som ikke indbyder til for meget konkurrence.

BMW har gennem mange år satset på bæredygtighed og scorer 91 point ud af 100 på ESG (kilde: LSEG)

Vores forventninger til fremtidige pengestrømme i BMW

Der er mange ting som taler for stigende pengestrømme i BMW, men vi estimerer - konservativt - kun svagt stigende pengestrømme i vores værdiansættelsesmodeller. Følgende forhold kan dog tale for pænt stigende pengestrømme:

- Uafhængige researchhuse forudser en noget højere langsigtet vækst for premiumbiler i forhold til almindelige biler (f.eks. McKinsey).
- Voksende middelklasse globalt.
- Selvkørende biler - bliver markant produktivetsforøgende for erhvervsliv - og formentlig en mere oplagt ekstraudgift i premiumbiler.
- Geografisk ekspansion gennem højere markedandsandele.
- Faldende investeringsniveau i kapitaludstyr og forskning og udvikling, når elektrisk omstilling er tilendebragt.
- Stærk kapitalstruktur kombineret med lav værdiansættelse kan med en vis sandsynlighed hæve de frie pengestrømme per aktie gennem aktietilbagekøb, men det kræver en aktiv beslutning fra BMW's ledelse.

Risici ved BMW som investering

Vi ser de største risici ved en investering i BMW som:

- Gensalgsværdier efter endt leasingperiode i forbindelse med en hurtig overgang til elbiler, dog har BMW historisk været meget dygtige til at begrænse tab til et minimum - også under kriser.
- Risiko for nedbrud af forsyningskæder som følge af krig eller andet.

PANORAMA

INVEST

- Den kinesiske økonomi, hvor BMW omsætter for 32 pct. Vi er skeptiske på den kinesiske økonomi og ser væsentlige risici, men der vil fortsat være en stor middelklasse, som BMW kan servicere. Vi tager højde for denne risiko gennem afkastkrav (cost of capital).
- For selskabets "entry level premium" ser vi en risiko for tab af markedsandele pga. større konkurrence fra Tesla og måske nogle af de kinesiske aktører. Men Tesla leverede kun i alt 67.000 model S og X i 2022 (Teslas topmodeller). Til sammenligning leverede BMW i 2022 mere end 750.000 topmodeller og 39.000 alene i den nye store SUV IX. I 2025 kommer BMW med Neuer Klasse.
- BMW er et cyklisk selskab, så en meget dyb recession vil være noget, vi holder øje med.

Vi følger naturligvis disse risici, men ingen er tæt på at "afspore" investeringstesen.

BMW som investering

I værdiansættelsen af BMW adskiller vi segmenterne bilproduktion og finans, hvorefter vi prisfastsætter dem enkeltvis. Vi modellerer vores forventninger til frie pengestrømme via omsætning, profitmargin, behov for geninvestering og skat – som vi altid gør. Da BMW er et cyklisk selskab med en kvalitet lidt over middel, arbejder vi med en højere tilbagediskonteringsrente/et højere afkastkrav som afspejler denne risiko.

De fremtidige forventede pengestrømme giver en forrentning af den investerede kapital, som væsentligt overstiger vores relativt høje afkastkrav til selskabet, selv i mindre gunstige langsigtede scenarier. Dermed ser vi et væsentligt stigningspotentiale for selskabet og konklusionen er, at BMW – for os – er et væsentligt undervurderet selskab af tilstrækkelig kvalitet.

Vigtige links

- [Dokument med central information \(PRIIP\)](#)
- [Prospekt](#)
- [Inden du investerer og beskatning](#)
- [Panorama Invest lovpligtige dokumenter](#)

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette skriv er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

- **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
- **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
- **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
- **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.