

Er verdensklaseselskaber blevet billige?

Det har forbigået de færrestes opmærksomhed, at de finansielle markeder har været præget af en del uro de i seneste måneder. Ruslands invasion af Ukraine, galoperende inflation og stigende renter, forsyningsproblemer, recessionsfrygt og svage regnskaber fra velkendte selskaber som Netflix og Amazon, har i den grad sat dagsordenen.

Udviklingen i 2022

Efter betydelig bedre afkast end aktiemarkedet i 2020 og 2021 har vores porteføljeselskaber i Secure Market Power haft en kursmæssig tilbagegang i årets første 4 måneder. Ved udgangen af april var porteføljen faldet med 13%. En udvikling, der er væsentlig dårligere end aktiemarkedet. Der er flere årsager til, at vores portefølje har klaret sig dårligere i år. Den væsentligste er, at vi ikke ejer selskaber indenfor industrier som Energi, Råvarer, Forsyning og Finans, idet stort set ingen selskaber indenfor disse industrier historisk har været i stand til at skabe værdi for sine aktionærer. Disse fire industrier anført af Energi har haft en yderst positiv udvikling i år (til eksempel er Exxon Mobil steget 52% år-til-dato).

Hvilke selskaber ejer vi i Secure Market Power?

I løbet af 2021 har begrebet "profitless disruptors" rodfæstet sig blandt aktiemarkedets aktører. Begrebet dækker over selskaber, der med en kæmpe pose penge og opportunistiske (nogen vil sige skrøbelige) forretningsmodeller vil "disrupte" eksisterende industrier. Disse selskaber (tænk Zoom Video, Peloton mv.) havde kronede dage på børserne i 2020 og steg flere hundrede procent. Siden foråret 2021 er det dog blevet hverdag igen og mange af disse selskabers aktiekurs er faldet med mere end 80%. Hvorfor er aktiekurserne faldet så voldsomt? Svaret er ganske enkelt: De tjener ingen penge, og chancerne for, at det vil ske, vil nok kræve mirakler.

Mirakler er ikke en del af vores investeringstilgang. Vi ejer veletablerede selskaber, der besidder en ufattelig stærk markedsposition, der er opbygget gennem årtier. Alle vores selskaber, der ofte er en klar nr. et på det marked, som de agerer på, og ofte har de en markedsandel på langt over 50%. Vores analyse peger entydigt i retning af, at sandsynligheden for, at "profitless disruptors" (hvis der er nogen tilbage) vil erobre markedsandele fra vores selskaber, er meget begrænset.

I vores optik er denne "Market Power" hovedingrediensen for at skabe robust vækst år efter år. Siden 2012 har vores selskaber i gennemsnit leveret en årlig vækst i driftsindtjeningen på mere end 13% (svarende til en tre-dobling på mindre end 10 år!). Denne udvikling er fortsat i årets første tre måneder, hvor specielt udviklingen i omsætningen har overrasket os positivt.

Så til trods for de fortsat positive fundamentale forhold for vores selskaber, har den nuværende uro og voldsomme kursbevægelser (Netflix's markedsværdi er faldet fra 300 mia. USD til 84 mia. på under 6 måneder) også forplantet sig i aktiekurserne på vores selskaber.

Bekymrer inflation os ikke?

Det umiddelbare svar er nej. Det gennemsnitlige selskab i MSCI's globale indeks har en overskudsgrad omkring 10%. Så for hver gang de omsætter for 100 kr., har de omkostninger for 90%. Hvis deres omkostninger stiger med 10%, skal de sætte prisen op med 9% bare for at fastholde indtjeningen. At implementere så voldsomme prisstigninger på et konkurrencepræget marked kan være vanskeligt og vi gætter på, at en del selskaber vil have udfordringerne de kommende år. Til sammenligning har vores selskaber i Secure Market Power en overskudsgrad på næsten 40%. Så andelen af omkostninger er betydelig mindre, og de vil derfor skulle øge priserne betydeligt mindre for at fastholde overskuddet. Vores selskaber har også qua deres markedsposition væsentlig nemmere ved at implementere prisstigninger.

Det er klart, at såfremt den nuværende inflation på ca. 8% fortsætter de kommende år, så er vores selskaber heller ikke immune, selvom de sælger "mission critical" produkter og services.

Er Secure Market Powers verdensklaseselskaber blevet billige?

Siden årsskiftet og frem til april er værdien af selskaberne i vores portefølje faldet med 13%. Hvis den indtjeningsvækst vores selskaber har haft i årets første tre måneder er repræsentativ for hele 2022, så er de i hvert fald blevet billigere prisfastsat (målt på et års indtjening) end ved indgangen til 2022.

Vi mener dog, man skal anskue værdifastsættelsen i et længere perspektiv. Der er flere metoder hertil, som alle har fordele og ulemper.

Vores udgangspunkt for beregningerne har været at tage udgangspunkt i et scenarie, hvor vores selskaber ikke er i stand til at øge indtjeningen de næste mange år. Er de så dyre eller faktisk billige. Sagt på en anden måde: Betaler vi alt for meget for den vækst, vi forventer vores selskaber leverer, eller får vi den til favørpris?

Vores beregninger viser, at ca. 70% af den nuværende markedsværdi kan regnes hjem, såfremt vi antager, at vores selskaber ikke er i stand til at øge indtjeningen over de kommende mange år. Så med andre ord er det (kun) 30% af vores selskabers markedsværdi den vækst, som de formår at skabe over de næste mange år.

Alphabet

Blandt vores selskaber illustrerer Alphabet bedst den nuværende situation (Alphabets klart største aktiv er Google Search. Ligesom de ejer Google Maps, Google Cloud, Android styresystem, YouTube mv.). I Alphabet udgør deres nuværende indtjening 79% af selskabet markedsværdi. Så med andre ord udgør den vækst som Alphabets fremragende aktiver kan skabe, kun 21% af den nuværende markedsværdi (Over de sidste 9 år har Alphabet øget driftsindtjeningen med 21% årligt).

Metode
Vi har anvendt vores selskabers forventede indtjening/frie pengestrømme i 2022 som udgangspunkt. Dette tal har vi diskonteret med 7%. En højere diskonteringsrate vil mindske værdien af den nuværende indtjening og vice versa.

Opsummering

De finansielle markeder er præget af uro og uvished i øjeblikket. Nogle markedsaktører forventer at dette fortsætter i lang tid. Andre forventer, at dette snart aftager. Vores svar er, at vi ikke ved, hvornår uroen driver over.

Vi ved, at vi er medejere af 24 verdensklaseselskaber, der historisk har vist sig i stand til at navigere igennem vanskelige markedsforhold og komme endnu stærkere ud på den anden side. Vi er overbeviste om, at vores selskaber vil vækste indtjeningen i de kommende mange år og dermed skabe værdi for os som medejere.

"If I may draw a parallel with cycling: the Tour de France is not won on the flats in fine weather, but on the steepest slopes, facing storms and headwinds - that's when the champions pull ahead."

Bernard Arnault, Chairman and CEO, LVMH

Portfolio Manager & Senior Portfolio Manager
Mikkel Petersen & Henrik Knudsen

