

Värdet av compounding



Värdet av compounding

Av C WorldWides förvaltarteam

Viktiga lärdomar

- Ett compounder-bolag är ett bolag som kan leverera uthållig och långsiktig tillväxt.
- Som vi ser det finns de största möjligheterna i aktieinvesteringar i bolag som kan öka sina vinster under flera år eller till och med decennier. Att bara köpa de bolag som växer mest är dock riskfyllt.
- Vi sätter uthållig tillväxt framför tillväxtens storlek. Att identifiera bolag med uthållig tillväxt är nära kopplat till en helig investeringsstrategi – nämligen det man på engelska kallar compounding.
- Om bolag med hög tillväxt skulle nå sin uppskattade tillväxt hade värderingsprofilen sett ganska annorlunda ut. De dyraste bolagen idag skulle faktiskt handlas till en relativ rabatt sett till värderingen om fem år.

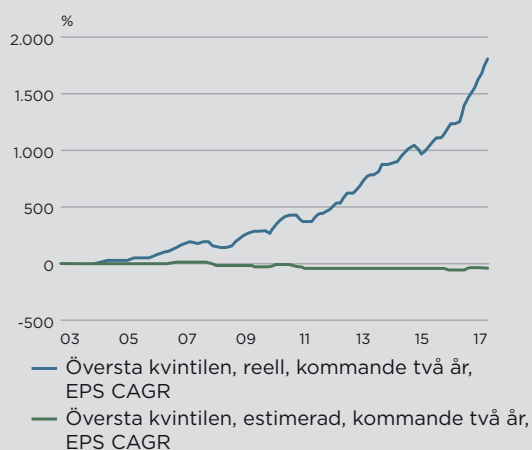
I grund och botten handlar investeringar, oavsett om man kallar det värde eller tillväxt, om att köpa något för mindre än vad det är värt. Men hur mäter man då detta? Med de tekniska verktyg som finns idag är det väldigt lockande att se till kortsiktig resultatvärdering. Exakt värdering har ingenting att göra med relaterade investeringsframgångar. Kortsiktiga investeringar innebär alltid spekulation, eftersom det tar tid för grundförutsättningar att utkristallisera sig. De flesta analytiker och investerare har fokus inställt på årets slut. Det är ett resultat av de systematiska fel som människor och institutioner gör. I bästa fall sträcker sig investeringshorisonten upp till 12-18 månader. Investeringar med kortare tidshorisont och perspektiv sker på en yta där alltför många befinner sig och där det dessutom är svårt att investera. Det är bara ett fåtal som lyckas nå relativt jämna och starka in-

vesteringsresultat. Det är därför viktigt att tvinga sig ut ur den här fällan med potentiellt misslyckade investeringar.

Högre risk i de snabbast växande bolagen

En intressant analys, som visserligen endast fokuserar på en tvåårshorisont (Jefferies, Micro Strategy, oktober 2019) visar att om investerare helt hade kunnat förutse och köpa bolag som levererade den högsta genomsnittliga årliga tillväxten under de kommande två åren (övre kvintilen) skulle de kraftigt ha överavkastat. Under 15 år skulle den här "perfekta" portföljen ha överavkastat med 1 798 procent. Helt klart lönar det sig att investera i verkliga tillväxtbolag. Den största svårigheten med den här metoden är dock investerarnas (begränsade) möjlighet att korrekt förutse vinsttillväxten. Det är här det blir svårt för investerare och analytiker – ett liknande test bakåt, baserat på prognos (och inte realiserat) för de närmaste två årens resultatökning visade en betydande underprestation för samma period. Att bara köpa bolag med de förväntat snabbaste vinstökningarna skulle ha lett till en underprestation på 47 procent – se figur 1.

Figur 1: Aktieutveckling



Källa: Jefferies, Factset oktober 2019

Orsaken är att bolagen med störst tillväxt (i den översta kvintilen i korgen av prognosticerad tillväxt) i genomsnitt inte har lyckats uppfylla förväntningarna och har stått för de största resultatbesvikelserna.

Det är viktigt att notera det Miller och Modigliani kom fram till redan 1961, nämligen att framtida värdeskapande beror på om bolagen i fråga lyckas hitta projekt som genererar en positiv spridning mellan avkastning på investerat kapital (ROIC) och vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC). Det är så fritt kassaflöde för aktieägare genereras. Det kan verka självklart, men ibland drabbas marknaden av en ”tillväxt-till-varjepris-sjuka” som under TMT-bubblan och mer nyligen ”unicorn-bubblan”, efter vilken vi bevittnade en enorm kapitalförstöring när värderingen av bolag som WeWork och Uber bröt samman, för att bara nämna två. Oavsett hur lockande en tillväxtsaga än verkar, måste bolag som är bra för en långsiktig investering i slutändan generera en positiv skillnad. Tillväxt skapar endast värde när skillnaden är positiv; den har ingen effekt om spridningen är noll och försämrar värdet när spridningen är negativ. Alltför många bolagsledningar och investerare fokuserar på tillväxt utan att inse behovet av en positiv spridning för att skapa värde.

Samtidigt som vi betonar att det fria kassaflödet i de bolag vi äger ska öka över tid med kraft från dess intäkter och resultat, sätter vi också varaktig tillväxt framför tillväxtens storlek. Vi anser inte att ett snabbare växande bolag per definition skulle generera högre avkastning. Generellt sett avstår vi från mycket aggressiva tillväxtaktier och vi undviker bolag som inte växer. Vi föredrar i huvudsak bolag där resultatet och fritt kassaflöde har en varaktig tillväxt på mellan 5 och 25 procent, samtidigt som vi lyfter fram bolag med hög befintlig och potentiell ”cash conversion”-kapacitet. I grund och botten ser vi till sannolikhet. De mest aggressiva bolagen är de som ofta riskerar att övervärderas, omfattande bottenfiske och tryck från konkurrenter.

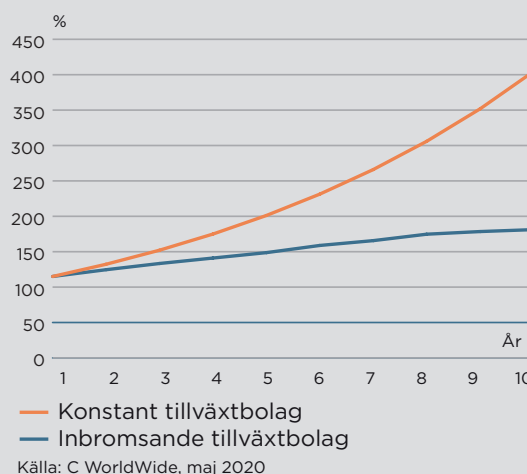
En ekvation där värdering ingår

Aktier med hög tillväxt handlas naturligtvis till en framtida P/E-premie, vilket gör det svårt för investerare som ser till värderingen. Många fäster alltför stor vikt vid kortsiktiga värderingsverktyg, och den lata investeraren kan

frestas att använda dem för att fatta snabba investeringsbeslut. Ord som ”billig” eller ”dyr” är de mest använda vilseledande orden i investeringsvärlden. I den insiktsfulla artikeln av Jeremy Siegel, ”The Nifty Fifty Revisited” från 1998, som också stöder vår uppfattning, visar han att man inte bör lägga alltför stor vikt vid aktuella P/E-värderingar, om en ingående analys visar på möjligheten till uthållig tillväxt.

Vi lägger större delen av vår tid på ”vilka bolag ska man äga” och mindre på ”vad ska man betala för dem”. Vi är alltså inga kursstyrda investerare. För oss är värderingen en viktig faktor när vi fattar beslut, men det är sällan, om ens någonsin, från den vi utgår. Beaktanden av värderingen kommer vanligtvis in i diskussionen först när alla andra aspekter av bolaget har analyserats. Vår säkerhetsmarginal har mer att göra med att vi är övertygade om att ett bolags konkurrensfördelar kommer att förbli starka eller bli starkare, än att vi uppskattar en rabatt till ett reellt värde. Enligt vår uppfattning är det lättare att korrekt bedöma en affärsmodells styrka och livslängd än att uppskatta det reella värdet. Vi tror att vi genom att fokusera mer på vinstpotentialen än på värderingen av bolaget inte bara fokuserar på att identifiera potentiellt bra bolag utan också hjälper till att säkra kapitalet över tid. Figur 2 nedan illustrerar detta på ett enkelt sätt.

Figur 2: Effekt av tillväxtbesvikelse och multipelkompression



Diagrammet visar två hypotetiska bolag vars resultat (kassaflöde) från början ökar med 15 procent per år. Det första bolaget fortsätter att växa med 15 procent i tio år, vilket leder till en årlig avkastning på 15 procent och ett statiskt P/E-tal. För det andra bolaget minskar resultatökningen efter år 1 och faller gradvis ner till 10 procent per år, vilket leder till en gradvis (godtyckligt satt) 40-procentig komprimering av P/E-talet under tioårsperioden. Även om det första bolaget uppenbarligen är den bästa investeringen, på grund av sänkta tillväxtförväntningar för det andra bolaget, går den initiala höga värderingen dig emot. Investeringen får dock fortfarande en årlig avkastning på 6 procent eftersom bolaget fortsätter att växa, om än i lägre takt. Den viktiga lärdomen är att även om investeringen betalade 40 procent för mycket, gav tillväxten en buffert och skyddade mot en absolut kapitalförlust.

När allt kommer omkring så är en permanent förlust av kapital den största risken vi försöker undvika.

Värderingens roll under mer än 30 år

Många av våra framgångsrika investeringar har – mätt med kortsiktiga mått såsom P/E – av andra betraktats som övervärderade vid tidpunkten för köpet. De grundläggande faktorerna har resulterat i en stark ökning av resultat och fritt kassaflöde, vilket har kompenserat effekten av komprimeringen av P/E-talet. Ett exempel är Alphabet som periodvis har varit högt värderat mätt med klassiska kortsiktiga mått, men som fortfarande historiskt har haft en sammantagen stabil utveckling. Oftast tror vi att det går att investera i överlägsna bolag på attraktiva kursnivåer, helt enkelt på grund av att den

typiska investeraren antingen är för kortsiktig eller inte vill fokusera på uthållig tillväxt och lönsamhet. Det är för mycket fokus på statisk analys och en tro på att en återgång till medelvärdet är nära förestående. Generellt sett tycks det finnas ett behov av att automatiskt tona ner tillväxttakten utan hänsyn tagen till skillnader mellan olika verksamheter och bolag. I korthet är det där möjligheterna ligger för oss.

Bolagsanalys innefattar siffror och nyckeltal, men ännu viktigare är att göra en dynamisk och inte statisk analys av bolagen och de faktorer som påverkar den värld i vilken de verkar. I en dynamisk analys ingår att kontinuerligt följa de viktigaste drivkrafter som genererar långsiktiga konkurrensfördelar. Man bör ha ett långsiktigt (minst femårigt) perspektiv när man följer förändringar och analyserar deras effekter. Det är det här som är vår metod.

Ett exempel är Visa, som illustreras i figur 3, ett bolag vi analyserar utifrån ett tematiskt perspektiv där vi ser ett kommande skifte från kontantbetalningar till digitala betalningar. 2011 fick man betala 20 gånger 2011 års resultat. Under de följande åren ökade Visas resultat med 20 procent per år och multipeln har ökat till 32,9 gånger 2020 års resultat, vilket är en betydande omvärdering. Det innebär att en investering i Visa har lett till en sammantagen ökning med 26,4 procent per år under perioden. Under samma period har S&P 500 Index ökat med 12,9 procent. Eftersom Visa har överavkastat markant var aktien alldeles för billig vid köptillfället. Men vad skulle en rationell långsiktig investerare med perfekt information framåt ha betalat 2011? Vad var rätt P/E-tal för ett temabaserat compounder-bolag som Visa

Figur 3:

Visa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR*
EPS/år	1,25	1,55	1,90	2,27	2,62	2,84	3,48	4,61	5,44	5,44	19,3%
Kurs årsslut	25,4	37,9	55,7	65,6	77,6	78,0	114,0	131,9	187,9	178,7	26,4%
P/E, släpande, år	20,3	24,4	29,3	28,9	29,6	27,5	32,8	28,6	34,5	32,9	
P/E S&P 500	13,4										12,9%
Korrekt P/E	52,0										12,9%
Korrekt aktiekurs	65,0										

* CAGR = Compound annual growth rate

Källa: Bloomberg, C WorldWide, maj 2020



der en jämn resultattillväxt och allt bättre utsikter gav stöd åt multipeln? Vad skulle ha varit rätt pris för ett bolag vars resultat per aktie fortsatte att växa (ackumulerat) mer än fyra gånger fram till 2019?

//

Du ska betala för tillväxt och goda affärsutsikter, men också att tillväxtaktier kan upprätthålla en vinsttillväxt r efter r

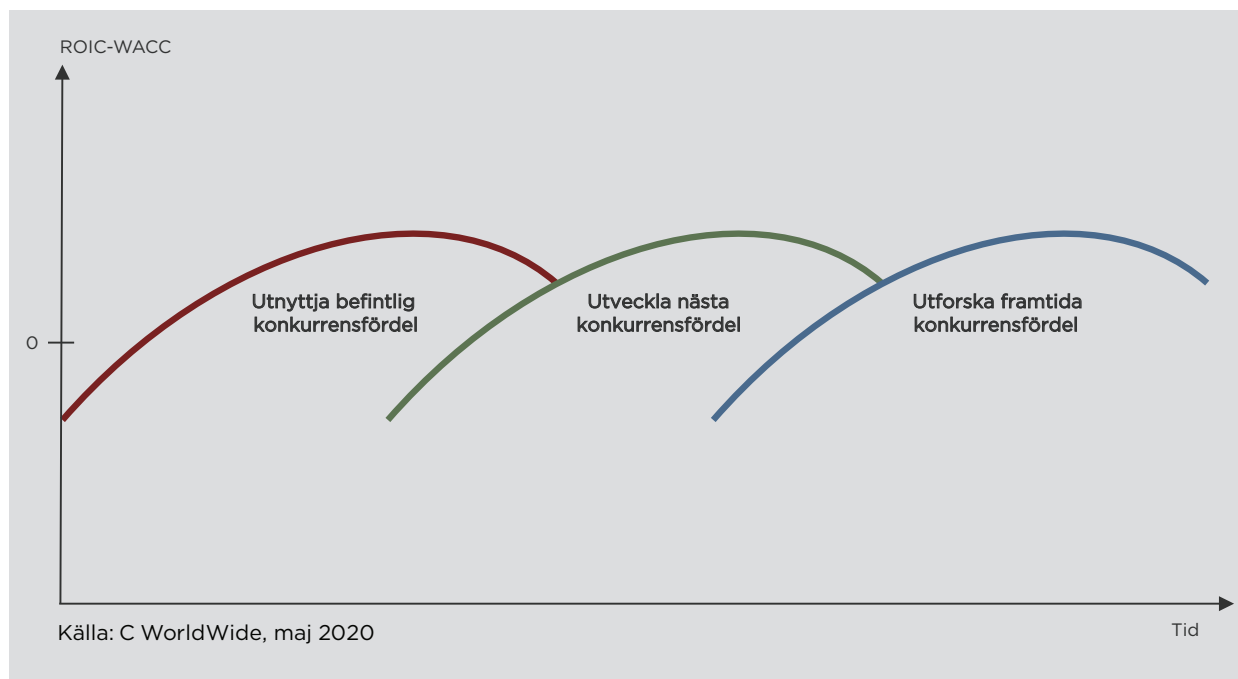
En investerare med perfekt information om framtiden skulle ha betalat upp till ett pris som skulle kvitta den framtida totalavkastningen mot avkastningen på den underliggande marknaden, i detta fall S&P 500. Det värderade priset skulle vara 65 USD, motsvarande ett P/E-tal på 52 gånger 2011 års resultat. Till det priset skulle Visas framtida totalavkastning ha varit lika med S&P 500-avkastningen under de följande åtta åren. Lärdomarna från den här övningen är att du ska betala för tillväxt och goda affärsutsikter, men också att tillväxtaktier som kan upprätthålla en vinsttillväxt r efter r

ofta är värda många gånger mer än vad du betalar för dem och vad den genomsnittliga investeraren anser är rimligt. Orsaken är inte bara att du fr en ackumulerad resultattillväxt, utan du gynnas även av den växande multipeln.

Säkerhetsmarginal - långlivad konkurrensfördel

Tidens betydelse är underskattad på finansmarknaderna. Kapitaliserad avkastning är kopplad till strukturfrndringens livslängd. En klassisk nuvärdesberäkning påverkas positivt av lång livslängd - ju längre tematiska medvindar desto bättre. Tematiska medvindor kan därför motivera högre värderingsmultiplar på kort sikt och minska risken för resultat som leder till besvikelse. Tillväxt har endast ett värde om bolaget har en konkurrensfördel. Det r svårt att säga exakt hur länge bolaget har konkurrensfördel - det vill säga den period då bolaget kan generera meravkastning på sina successiva investeringar. Det är ingen engngsanalys utan en analys som måste göras utifrån ett dynamiskt långsiktigt perspektiv. Det r lättare att bedöma huruvida bolagets konkurrensfördelar på rullande långsiktig (fem r) basis fortsätter att vara intakta, försvagas eller stärkas. Det r den viktigaste dynamiken och uppgiften.

Figur 4:



Bolag med en varaktig och allt starkare konkurrensfördel, som också kan bygga upp angränsande och nya verksamheter tack vare den finansiella styrka och de möjligheter som deras affärsmodeller ger dem, kan styra sina egna öden. Det är de som är de attraktiva bolagen med varaktig tillväxt och potential, och det är de man kallar compounders. Ett exempel på hur ett bolags konkurrensfördel kan förlängas i tiden visas i figur 4 ovan.

Välskötta bolag som kan generera betydande meravkastning har möjlighet att kontinuerligt skapa framtida konkurrensfördelar genom att investera kraftigt – och därmed ligga steget före konkurrenterna och skapa en positiv spiral där de blir allt starkare. De här bolagen beaktas oftast inte av den kortsiktiga investeraren och en marknad som har ett tolv månadersperspektiv, vilket skapar stora möjligheter till avkastning för en tålmodig och långsiktig investerare.

En konkurrensfördels varaktighet för ett enskilt bolag drivs av många faktorer som utmanas av förändringstakten i branschen. I en dynamisk bransch där marknadskrafterna förändras snabbt varar konkurrensfördelarna kortare tid. Vår uppfattning är att marknaden tenderar

att underskatta varaktigheten för konkurrensfördelar i tematiskt väl understödda bolag i mindre dynamiska miljöer, och därför underskattar möjligheten till kapitalisering på lång sikt.

”

Det är de som är de attraktiva bolagen med varaktig tillväxt och potential, och det är de man kallar compounders.

Ett bra exempel på en compounder i en mindre dynamisk miljö som kontinuerligt har lyckats skapa framtida konkurrensfördelar är Nestlé. Nestlé är världens största livsmedelsbolag och bildades 1866 – fem år efter att Italien enades. Bolaget har endast redovisat en enda årlig förlust någonsin och har klarat sig igenom två världskrig och den stora depressionen. Nestlés rörelseresultat kanske inte ser så märkvärdigt ut, men compounders kräver inte någon spektakulär tillväxt för att prestera bättre än andra över tid.

Efterfrågan på bolagets produkter har varit stabil och haft stöd av ständig innovation och produktutveckling, vilket har bidragit till en omsättningsökning som kanske inte har varit särskilt märkvärdig men, som sagt, stabil. Nestlés höga bruttomarginaler och affärsmodell som inte kräver mycket kapital, har på sikt byggt upp ett motståndskraftigt och stadigt växande kassaflöde.

För att hitta compounders på mer dynamiska geografiska marknader, såsom tillväxtmarknader, är det ännu viktigare att vara selektiv, eftersom bolagen står inför mycket olika bakomliggande förhållanden som demografi, styrning och möjligheten för ett land att kliva uppåt i värdekedjan. Finansiella tjänster i Indien är en sådan möjlighet. Finansiella tjänster på utvecklade marknader kan vara mycket komplext när det gäller stock picking. I ett välpositionerat land som Indien har den ökade penetrationen för finansiella tjänster och en högre strukturell BNP-ökning gynnat och fortsätter att gynna det indiska finansiella tjänstebolaget HDFC, förutsatt att det fortsätter att prestera starkt.

Varaktighet grunden för val av aktier

Ett kortsiktigt investeringsfokus är ofta en reaktion på händelser och betyder inte att man förbereder sig för dem. Med mycket lång investeringshorisont lönar det sig att fokusera proaktivt på goda affärsmetoder och bolagsstyrning, inte bara för att göra mindre skada eller

undvika risk utan för att förstå bolagets långsiktiga potential. Långt innan ESG (Environmental, Social and Governance) blev vad det är idag, har vi fokuserat på hållbarhet, helt enkelt eftersom det är positivt för långsiktig avkastning. Med ett hållbarhetsperspektiv analyseras det som är centralt för alla bolagets intressenter under en längre period än de närmaste kvartalen. Enligt vår mening borde G (för bolagsstyrning) i ESG faktiskt stå först. Det är bolagsstyrningen som påverkar E (miljö) och S (samhälle) och bolagets sätt att prioritera sin utveckling i en konstant föränderlig värld. Aktieägarna är därför de som gynnas först av ett långsiktigt perspektiv.

Slutsats

Det sägs att Albert Einstein har beskrivit ränta på ränta-effekten som den starkaste kraften i universum. Vi är övertygade om att den långsiktiga trenden för ett bolags resultat med hög kapacitet till kontantkonvertering är avgörande för avkastningen. Att hitta compounder-bolag är därmed absolut viktigast i en investeringsstrategi. Det är bättre att lägga sin tid på att kontinuerligt leta efter compounders, än att slösa sitt intellekt och sin tid på att köpa och sälja aktier i sin strävan efter att se bra ut på kort sikt. I tre decennier har vi på C WorldWide satsat på att kapitalisera på uthållig, ackumulerande tillväxt – och det fortsätter vi med även framåt.

Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive KIID och prospekt på cworldwide.com/se.

Aktiv förvaltning

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S är en fokuserad kapitalförvaltare. Vårt mål är att skapa konsistent, långsiktig värdetillväxt för våra kunder genom aktiv förvaltning av aktier på de globala aktiemarknaderna.

Våra kunder är främst institutioner, distributörer och partners. Vårt erbjudande består av diskretionära kapitalförvaltningstjänster och fonder.

Kombinationen av en unik investeringsfilosofi baserad på noggrann stock-picking och långsiktiga globala trender och ett stabilt och erfaret förvaltarteam har sedan starten 1986 resulterat i mycket goda investeringsresultat.

Läs våra insikter och perspektiv på cworldwide.com/se.

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S
DANMARK FILIAL I SVERIGE**

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm
Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.com/se · info.se@cworldwide.com
Q2 2020