

# Værdien af Compounding



# Værdien af Compounding

## Af Investeringsteamet

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

### Nøgleindsigter

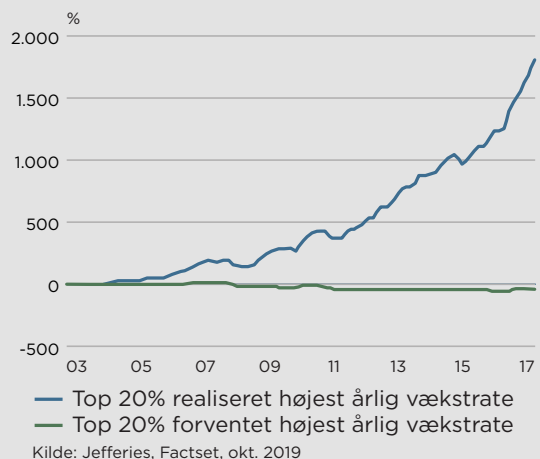
- De bedste investeringer er selskaber, der vokser sig større over tid. Disse selskaber kalder vi "Compoundere". Vi prioriterer holdbar langsigtet vækst frem for høj, kortsigtet vækst.
- Hvis vækstselskaber leverer den forventede vækst, vil den fremtidige værdiansættelse se anderledes ud, sådan at de dyreste selskaber reelt handler med en rabat baseret på værdiansættelsen om fem år.

Uanset om man fokuserer på value- eller vækstaktier, handler investering om at købe et aktiv for en lavere pris, end hvad det er værd. Men hvordan skal man værdiansætte aktier? Fristelsen til at springe over, hvor gærdet er lavest og anvende enkle modeller, er betydelig. Dog har en fokus på eksakt værdiansættelse intet med langsigtet investerings succes at gøre. Investeringsanalyse med brug af kortsigtede værdiansættelsesmodeller bliver uundgåeligt til spekulation, da det tager tid, før fundamentale forhold krystalliseres. De fleste investorer har en kort investeringshorisont, i bedste fald fra 12 til 18 måneder. Investering med så kort en horisont er vanskeligt, hvorfor blot få lykkes med at skabe stærke relative investeringsresultater over tid. Sandsynligheden for at lykkes med aktieinvestering er langt højere, hvis man fokuserer dér, hvor de færreste kikker. Dette gøres med en længere fundamental investeringshorisont.

En interessant analyse (Jefferies, Microstrategy, oktober 2019) viser, at hvis investorerne havde haft det perfekte fremsyn og købt selskaber, som rent faktisk leverede

den højeste gennemsnitlige årlige vækst i indtjeningen over de følgende to år (øvre kvintil), ville de have klaret sig væsentligt bedre end markedet. Den akkumulerede outperformance over 15 år i en sådan "perfekt" portefølje ville være 1.800 pct. Så der er ingen tvivl om, at det betaler sig at investere i ægte vækstselskaber! Men den største udfordring er investorernes "begrænsede" evne til at forudsige indtjeningsvæksten korrekt. Således viser en lignende analyse, at en portefølje baseret alene på den forventede vækst i indtjeningen (og ikke realiserede) over de følgende to år har haft en væsentligt dårligere relativ udvikling. En portefølje med de selskaber, som havde de højeste indtjeningsforventninger, gjorde det næsten 50 pct. dårligere end markedet målt over 15 år, se figur 1 nedenfor.

Figur 1: Afkastudvikling



Dette skyldes, at selskaberne med den højeste vækst (i øvre kvintil for forventet vækst) i gennemsnit ikke har været i stand til at leve op til forventningerne og efterfølgende leveret de største indtjeningskuffelser.

Tilbage i 1961 konkluderede Miller og Modigliani, at fremtidig værdiskabelse afhænger af, om et selskab er i stand til at finde projekter, der genererer et positivt spænd mellem afkastet på investeret kapital (ROIC) og de gennemsnitsvægtede kapitalomkostninger (WACC). Det forekommer åbenlyst, men sommetider bliver markedet grebet af fænomenet “vækst-for-enhver-pris”, som f.eks. under IT-boblen og den nylige UNICORN-boble. Bagefter oplever vi massive fald i aktivværdier, da værdiansættelserne af selskaber som f.eks. WeWork og Uber kollapsede, blot for at nævne et par nylige eksempler. Når alt kommer til alt, skal alle selskaber generere et positivt afkastspænd, uanset hvor interessant væksthistorien måtte være. Vækst skaber kun værdi, når spændet er positivt. Det har ingen finansiell værdi, når spændet er nul, og endnu værre tabes værdi, når spændet er negativt. Alt for mange selskabsledere og investorer fokuserer på vækst uden at anerkende behovet for et positivt spænd, der kan bidrage til at skabe værdi. Vi insisterer på, at de selskaber, vi ejer, øger deres frie cash flow, men vi har samtidigt fokus på holdbarheden af væksten snarere end vækstens omfang. Vi afviser teorien om, at selskaber, der vokser hurtigt, per definition genererer højere afkast. Generelt går vi uden om de meget aggressive vækstaktier, og vi undgår selskaber, som slet ikke har vækst. Vores foretrukne område, at udvælge aktier i, er i overvejende grad selskaber med realistiske og vedvarende vækstrater fra 5 pct. til 25 pct. Det er simpelthen et spørgsmål om, hvor sandsynligheden for et godt risikostyret afkast er. De mest aggressive selskaber er mest sårbare i forhold til at blive værdiansat for højt og dermed risikere en multipel kontraktion, altså værdiansættelsen målt på f.eks. P/E falder.

## Indtjeningsvækst trumfer værdiansættelse

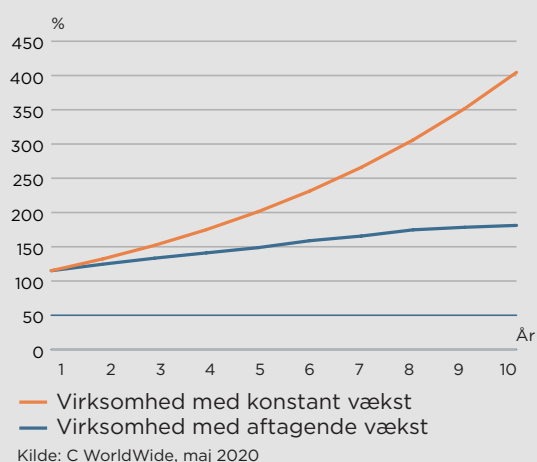
Højvækstaktier handles naturligvis med en præmie i forhold til markedet målt på P/E, hvilket stiller prisbevidste investorer i et dilemma. Kortsigtede nøgletal som P/E får for meget opmærksomhed, men kan være en fristende genvej for den passive investor. Brugen af ordene ‘billig’ eller ‘dyr’ er de mest anvendte vildledende ord i investeringsverdenen. Den klassiske artikel af Jeremy Siegel “The Nifty Fifty Revisited” fra 1998 og vores erfaring antyder, at nuværende høje PE-værdier ikke bør være et stort problem, hvis grundig analyse understøtter sandsynligheden for holdbar vækst.



## Vores foretrukne område at udvælge aktier i er i overvejende grad selskaber med realistiske og vedvarende vækstrater fra 5 pct. til 25 pct.

Vi bruger mest tid på at beslutte, “hvilke selskaber vi skal eje”, og ikke så meget på “hvad vi skal betale for dem”. Som investorer er vi således ikke drevet af prisen. Værdiansættelse indgår som en kritisk del af vores beslutningsproces, men det er kun meget sjældent vores startpunkt. Overvejelser om værdiansættelse bliver som regel først en del af diskussionen, når vi har analyseret alle andre aspekter vedrørende selskabet. Den sikkerhedsmargin, vi indregner, siger mere om den tiltro, vi har til, at et selskab kan fastholde eller øge sin konkurrenceevne, end et givent estimat for en rabat i forhold til indre værdi. Vi mener, at det er nemmere at vurdere en forretningsmodels styrke og varighed korrekt end at estimere en akties indre værdi. Fokuserer vi på indtjeningspotentialet snarere end på værdiansættelsen af forretningen, får det os ikke kun til at lede efter potentielt stærke selskaber, men det hjælper os også til at beskytte kapitalen over tid. Dette er simplistisk illustreret i figur 2 nedenfor.

**Figur 2: Effekten af aftagende vækst og multipel kompression**



Figuren viser to hypotetiske selskaber, der begge indledningsvist har en indtjeningsvækst (cash flow) på 15% om året. Det første selskab fortsætter med at vokse 15% i ti år, hvilket giver et annualiseret afkast på 15%, givet en konstant P/E. Det andet selskab oplever gradvist faldende vækst i indtjeningen efter det første år frem til år 10, hvor selskabet i år 10 vokser indtjeningen med 10 pct. Denne udvikling vil alt andet lige skabe et fald i P/E-vurderingen, hvilket vi i dette tilfælde skønner til 40 pct. over ti år. Det første selskab er tydeligvis den bedre investering, og som følge af de reducerede vækstforventninger til det andet selskab falder P/E, men investor opnår dog stadig et årligt afkast af investeringen på 6 pct., fordi selskabet fortsat vokser – omend i et langsommere tempo. Det, der er vigtigt her, er, at selvom investor betalte en overpris på 40 pct., giver væksten en buffer og sikrer mod et absolut tab. I sidste ende er den største risiko ikke kursudsving, men tab af ens kapital. Vækst er et værn mod dette.

### Værdiansættelsens rolle gennem mere end 30 år

Mange af vores vellykkede investeringer har konventionelt set været overvurderede på købstidspunktet – forstået på den måde, at værdiansættelsen (P/E) falder i den periode, vi ejer selskabet. Men dette har indtjeningsvæksten typisk kompenseret for. F.eks. Alphabet (tidligere Google) i perioder været betydeligt dyrere end selskabet er i dag, men har til trods gennem perioden givet investorerne meget attraktive afkast.

Vi mener dog, at det i langt de fleste tilfælde, er muligt at investere i attraktive selskaber til en god pris, ganske

enkelt fordi den typiske investor tænker for kortsigtet eller ikke analyserer holdbarheden af væksten. Der er alt for stort fokus på det statiske billede og den kortsigtede udvikling og en fast tro på, at markeds kræfter og konkurrenter vil trække høje vækstrater mod et gennemsnitsniveau. Visa er her et godt eksempel – jf. figur 3 nedenfor. I slutningen af 2011 skulle man betale 20 gange indtjeningen i 2011 (P/E). I de efterfølgende år øgede Visa indtjeningen 20 pct. om året, og P/E er nu steget til 33 gange indtjeningen, en markant ændring af prisfastsættelsen. Investeringen har givet et årligt gennemsnitsafkast på 26 pct. i perioden. I samme periode var det årlige afkast for S&P500-indekset 13 pct. Et selskab, der klarer sig langt bedre end markedet som Visa, var retrospektivt alt for billigt på købstidspunktet, men hvad ville en investor have betalt, hvis vedkommende havde været i stand til at forudsige de følgende års indtjeningsvækst? Hvad er den rigtige P/E for attraktive vækstselskaber? Figuren viser, at Visa, et selskab med holdbar indtjeningsvækst, var langt mere værd end det, man betalte i 2011.

En investor med perfekt fremsyn ville (lidt forsimplet) have betalt op til en pris, der kunne udligne forskellen mellem det fremtidige samlede afkast på aktien og afkastet i det underliggende marked, i dette tilfælde S&P500-indekset. Denne pris ville have været USD 65, svarende til en P/E på 52 gange indtjeningen i 2011. Til den pris ville det fremtidige samlede afkast for Visa have svaret til S&P500-afkastet i de efterfølgende otte år. Indsigten af denne teoretiske øvelse er, at man kan tillade sig at betale en meget høj pris for vækstselskaber, der rent faktisk kan levere indtjeningsvækst år efter år, og at de ofte er mange gange mere værd end det, man betalte for dem, og det, der betragtes som “rimeligt” af

Figur 3:

Visa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR*
EPS	1,25	1,55	1,90	2,27	2,62	2,84	3,48	4,61	5,44	5,44	19,3%
Pris ultimo	25,4	37,9	55,7	65,6	77,6	78,0	114,0	131,9	187,9	178,7	26,4%
P/E	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%
“Rigtig” P/E**	52,0										12,9%
“Rigtig” pris**	65,0										

\* Den gennemsnitlige årlige procentuelle ændring

\*\* Den kurs og P/E, der ville give markedsafkastet frem til 2020

Kilde: Bloomberg, C WorldWide, maj 2020





konsensus. Dette skyldes ikke kun, at man får effekten af væksten i indtjeningen over mange år, men også at denne type selskaber ofte oplever en stigende værdiansættelse (P/E).

### **Højvækstaktier med tematisk medvind skuffer mindst**

Tid er en undervurderet faktor på de finansielle markeder, og konsistent vækst i indtjeningen år efter år er typisk forankret i medvind fra strukturelle forandringer. Varighed har en positiv indvirkning på nettonutidsværdien af de fremtidige cash flows – så jo længere en tematisk medvind varer, jo bedre. Således kan tematisk medvind retfærdiggøre høje kortsigtede værdiansættelser og reducere risikoen for indtjeningskuffelser. Som omtalt tidligere har vækst dog kun værdi, hvis selskabet har en værdiskabende konkurrencemæssig fordel. Det kan være udfordrende at bestemme, hvor lang tid et selskab kan opretholde en konkurrencemæssig fordel – og dermed perioden, hvor et selskab kan generere merafkast på sine løbende investeringer. Dette er ikke en statisk analyse, men skal derimod fore-

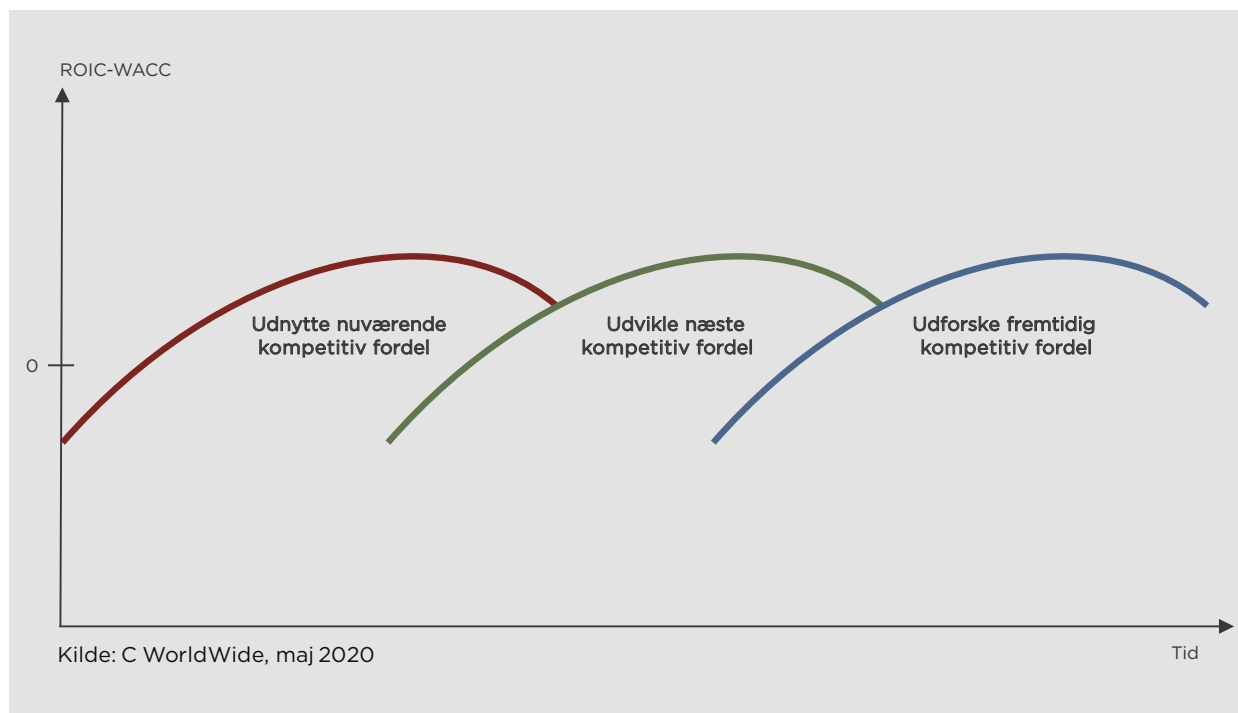
tages med en langsigtet og dynamisk indgangsvinkel. I første omgang kan det være lettere at vurdere, om en konkurrencemæssig fordel styrkes, svækkes eller forbliver intakt over en rullende tidshorisont på f.eks. 5 år. Det er en nøgleopgave for den langsigtede investor.



**Man kan tillade sig at betale en meget høj pris for vækst-selskaber, der rent faktisk kan levere indtjeningsvækst år efter år.**

Selskaber, der kan fastholde og udbygge deres konkurrencemæssige position og eventuelt opbygge nye forretningsområder på grund af finansiell styrke og optionalitet i deres forretningsmodeller, kontrollerer i bund og grund deres egen fremtid. Disse er potentielle Compoundere – selskaber, der kan levere holdbar og langsigtet vækst. Udbygningen af et selskabs konkur-

**Figur 4:**



rencemæssige fordel kan eksemplificeres som i grafen ovenfor.

Varigheden af en konkurrencemæssig fordel er drevet af mange faktorer som f.eks. hastigheden af industriændringer. Et selskab, der befinder sig i en dynamisk branche, hvor markedskræfterne hurtigt skifter, har ofte kortere varighed på deres konkurrencemæssige fordele. Det er vores erfaring, at aktiemarkedet har en tendens til at undervurdere holdbarheden af konkurrencefordele for selskaber med tematisk medvind i mindre dynamiske sektorer og derfor også undervurderer det langsigtede indtjeningspotentiale. Et godt eksempel på en Compounder i en mindre dynamisk sektor, der kontinuerligt har været i stand til at skabe nye konkurrencemæssige fordele, er Nestlé. Nestlé er verdens største fødevarer- og drikkevarevirksomhed, der har eksisteret siden 1866 – grundlagt fem år efter, at Italien blev forenet – og har kun haft et enkelt år med tab i sin +150-års historik. Nestlés operationelle præstationer ser muligvis ikke imponerende ud ved første øjekast, men selve indtjeningsvæksten behøver ikke være høj for, at en aktie over tid kan være attrak-

tiv. Efterspørgslen efter selskabets produkter har været konsistent understøttet af en løbende innovation og produktudvikling, som har bidraget til en moderat, men nok så vigtigt, stabil salgsvækst. Nestlés høje bruttomarginer og en ikke-kapitaltung forretningsmodel har resulteret i et robust og støt voksende cash flow.



**Compoundere er selskaber, der kan levere holdbar og langsigtet vækst.**

Når vi leder efter holdbar indtjeningsvækst i mere dynamiske områder som i emerging markets er selektivitet endnu mere vigtigt. Dette skyldes, at disse selskaber ofte står over for meget forskellige underliggende forhold som demografi, politiske forhold og om landet generelt er i en positiv udvikling. Aktieudvælgelse blandt finansielle selskaber i udviklede

markeder kan være et meget komplekst område. Omvendt kan finansielle tjenester i en økonomi som f.eks. Indien være en positiv mulighed. Indien er en vækstøkonomi, som vil opleve strukturel økonomisk vækst og stigende anvendelse af finansielle tjenesteydelser. Dette vil gavne de indiske finansielle serviceselskaber som f.eks. HDFC, forudsat at selskaberne ledelsesmæssigt ledes hensigtsmæssigt.

## **Holdbarhed er kernen i aktieudvælgelse**

Den kortsigtede investor er ofte reaktiv i forhold til begivenheder snarere end proaktiv. Med en meget lang investeringshorisont lønner det sig at fokusere proaktivt på god forretningsskik, ikke blot for at gøre mindre skade eller for at undgå risiko, men for fuldt ud at forstå virksomhedens langsigtede potentiale. Vi har altid tænkt i holdbare og ansvarlige forretningsmodeller, fordi det gavner det langsigtede afkast. Dette længe før udbredelsen af ESG-analyser; Environmental (Miljø), Social (Samfund) and Governance (Ledelse). Ved fokusering på holdbare investeringer er det helt centralt at evaluere alle langsigtede faktorer for alle

selskabets interessenter. Efter vores opfattelse er G i ESG vigtigst. Virksomhedens kvalitet i “governance” (altså en stærk og ansvarlig ledelse) afgør aftrykket på E (miljøet) og S (samfundet), og den måde et selskab agerer i en verden af forandring. Aktionærerne er dermed vindere af en langsigtet ledelsestilgang.

## **Konklusion**

Albert Einstein skal have sagt, at Compounding (rentes rente-princippet) er den stærkeste kraft i universet. Vi er overbeviste om, at det er den langsigtede indtjeningsudvikling, som bestemmer det langsigtede investeringsafkast, og hemmeligheden bag succesfulde investeringer er at finde Compounder-selskaberne – drevet af den stærkeste kraft i investeringsverden. Vores konstante søgning efter Compoundere er en bedre investering af den knappe faktor tid, end at udtømme ens intellektuelle ressourcer på handel ind og ud af aktier og segmenter i markedet i et ønske om en kortsigtet belønning. Compounding har været vores tilgang hos C WorldWide gennem tre årtier, og det vil det fortsat være fremover.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

# Aktive Investeringer

Siden 1986 har C WorldWide Asset Management været dedikerede til at levere langsigtet værdi til kunder ved at analysere investeringsmuligheder gennem en global linse. I en stadig mere kompleks og forbunden verden er et globalt udsyn nøglen til holdbare investeringsbeslutninger.

Globale indsigter kombineret med en langsigtet strategi og solid investeringserfaring gør det muligt at udvælge de bedste aktier i verden. Dette har altid været vores grundlæggende ide.

For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast – det er en passion. Vi har et af branchens mest stabile investeringsteams og en konsistent investeringsmetode, som over de seneste 30 år har skabt markante merafkast. Denne filosofi har vist sit værd på langt sigt, baseret på de tre ufravigelige værdier: Fokus, stabilitet og passion.

Vi vil skabe langsigtede resultater, der overgår markedet, uanset hvor mulighederne befinder sig. Dette er C WorldWides identitet.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf.: 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · [cworldwide.com/dk](http://cworldwide.com/dk)

Q2 2020