

Hur investerar våra investeringar?

Carl Granath, förvaltare av Didner & Gerge Small and Microcap.

'Att investera eller inte investera, det är frågan'. Om Hamlet varit VD för ett börsnoterat bolag i nutiden istället för prins av Danmark hade detta kanske varit en av de viktigare frågorna han behövt ta ställning till.

Alla bolag, oavsett storlek, står inför en svår avvägning mellan hur man balanserar tillväxt, lönsamhet och kapitaleffektivitet. Ett företag som håller igen på nödvändiga investeringar kan kortsiktigt uppnå högre marginaler och bättre kassaflöden, men riskerar att ha uppnått detta på bekostnad av framtida tillväxt där konkurrenter stärker sin position och börjar knappa marknadsandelar. Samtidigt kan det vara direkt destruktivt att investera för att driva på tillväxten ifall ett företag har en för låg förväntad avkastning på investerat kapital. Binder bolaget dessutom mycket kapital kan tillväxt leda till en ohälsosam utveckling av balansräkningen. Alla situationer är olika och måste utvärderas noggrant. Vad som gör det hela extra komplext för en extern betraktare är att effekterna av investeringsbeslut som tas, eller inte tas, idag oftast syns i siffrorna först flera år senare.

Ett bolag som har en tydlig åsikt kring investeringar är amerikanska Amazon. Grundare och VD, Jeff Bezos, bifogar föredömligt nog i samtliga årsrapporter en kopia av sitt första brev till aktieägarna från 1997, d.v.s. samma år bolaget gick till börsen. I andra stycket av detta brev, under rubriken "It's All About the Long Term" skriver Bezos följande om varför Amazon investerar aggressivt för att behålla och stärka sin position:

We believe that a fundamental measure of our success will be the shareholder value we create over the long term. This value will be a direct result of our ability to extend and solidify our current market leadership position. The stronger our market leadership, the more powerful our economic model. Market leadership can translate directly to higher revenue, higher profitability, greater capital velocity, and correspondingly stronger returns on invested capital.

Amazon är ett tillväxtorienterat bolag som investerar i princip all sin intjäning i projekt för att driva framtida tillväxt. Än så länge har detta visat sig framgångsrikt, åtminstone om man ska lita på börsvärdet som gått från 440 miljoner dollar i samband med börsnoteringen 1997 till drygt 450 miljarder dollar i skrivande stund. Eftersom Amazon inte är investeringsbart för oss i Small and Microcap har vi inget behov av att sia kring bolagets

framtid. Däremot är det ett intressant bolag att snegla på – just för att det sticker ut när det gäller sin investeringsfilosofi.

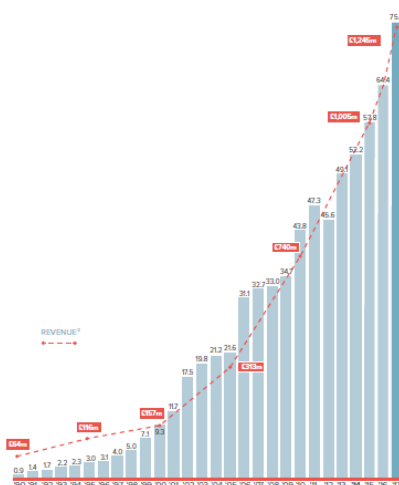
När vi letar efter bolag till fonden Didner & Gerge Small and Microcap försöker vi hitta välskötta bolag med goda tillväxtförutsättningar till en rimlig värdering. Extra glada blir vi när vi hittar bolag med dessa kvalitéer som dessutom är marknadsledande inom en intressant nisch. Som ett led i utvärderingen försöker vi avgöra om bolaget är välinvesterat eller inte. Detta är som sagt inte helt lätt som en utomstående investerare att bedöma, men det är något som vi alltid försöker diskutera när vi träffar nyckelpersonerna i bolag. Vår bedömning är att välmående bolag oftast investerar framtungt och är mer fokuserade på utvecklingen år 3-10 än år 1-3.

Ett av våra mer snabbväxande innehav är tyska Nemetschek som är en av de ledande spelarna inom mjukvara till arkitekter. Bolaget har både organiskt och genom förvärv mer än dubblat sina intäkter mellan 2010 och 2016. För att åstadkomma detta har Nemetschek satsat hårt på forskning och utveckling och investerat mellan 24-26% av den årliga omsättningen på produktutveckling. Med tanke på den snabba tillväxten och att bolaget återinvesterar en fast procent av intäkterna i forskning och utveckling innebär detta att FoU budgeten nu uppgår till mer än motsvarande 800 miljoner kronor per år, att jämföra med 350 miljoner kronor år 2010.

Förutsatt att Nemetschek fortsatt har möjligheter att investera i produktutvecklingar och innovationer till samma förväntade avkastning på investerat kapital även framöver ska de naturligtvis göra det. En effekt av detta är dock att bolagets vinstmarginaler kortsiktigt hålls tillbaks till förmån för att växa snabbare och ta marknadsandelar från sina konkurrenter. Detta innebär i sin tur att värderingsmultiplar för innevarande och nästkommande år ser relativt höga ut, vilket troligen har avskräckt en del investerare. Vi försöker dock att, precis som vi önskar att våra innehav gör, fokusera mer på utvecklingen på lite längre sikt.

I något läge kommer Nemetscheks FoU budget att nå en viss storlek i kronor och ören där det inte längre är lönt att öka den i takt med intäktsutvecklingen. Sneglar man på något större bolag inom mjukvarusektorn brukar FoU ligga i genomsnitt kring 15-20% av intäkterna när man uppnått en viss storlek. Ett rimligt antagande är att detta kommer att gälla även för Nemetschek, vilket innebär att marginalerna på lite sikt kan förflyttas ganska ordentligt uppåt och värderingsmultiplarna då blir betydligt mer rimliga. Förhoppningsvis dröjer det länge till dess. Kan bolaget fortsätta att förbättra sin produktportfölj och investera i nya framgångsrika innovationer som möjliggör att de fortsätter växa med omkring 15% per år till dagens klart godkända marginaler är vi mer än nöjda.

Ett annat innehav i portföljen som utmärker sig när det gäller investeringar är engelska Cranswick, som är en av de ledande leverantörerna inom matindustrin i England. Cranswick inriktar sig framförallt mot premiesegmentet av marknaden och har, trots att man verkar inom ett väldigt konkurrensutsatt område, lyckats växa betydligt snabbare än sina konkurrenter över en lång tidsperiod. Bolagets vinst före skatt har sedan 1990 utvecklats enligt följande:



När vi träffar vd Adam Couch och frågar vad han anser är den viktigaste förklaringen till Cranswicks historiska utveckling är svarar han utan att blinka "investeringar". Cranswick har under en lång period kontinuerligt investerat framtungt i kvalitetsanläggningar och den senaste utrustningen. Att ständigt ligga i framkant av utvecklingen ligger i bolagets DNA och ber man bolaget förklara varför man lägger så stor vikt vid detta kan man se fram emot en lång föreläsning om allt från vikten av spårbarhet, säkerhet för de anställda till kundnöjdhet. Denna inställning tror vi har varit avgörande för Cranswicks fina utveckling historiskt och innebär också att man är väl positionerade inför framtiden.

Ifall någon funderar på varför vi alltid lyfter fram att det är viktigt att träffa våra bolag och varför vi menar att personerna bakom bolagen är av stor betydelse, kan man få en ledtråd av ovanstående. Två bolag som har en likartad avkastning på sitt investerade kapital skilja sig mycket i hur väl rustade de är. Delvis beroende på hur mycket eller lite de valt att investera i sin egen framtid.

Riskinformation: Kom ihåg att sparande i fonder alltid är förknippat med risk. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fonderna kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta beloppet. Ta alltid del av faktablad innan du genomför ett köp. Faktablad och informationsbroschyr finns tillgängliga på vår hemsida eller kan tillhandahållas brevledes. Kontakta oss på 018-640 540 så skickar vi dig denna information kostnadsfritt.