

Er teknologiaktier blevet for dyre?

AfC WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Teknologi- og internetaktier (herunder temaet ”Forbundne liv”) har været den absolut markedsledende sektor. Til illustration steg de amerikanske teknologiaktier i 2017 næsten det dobbelte i forhold til S&P 500, der steg 22 pct. i USD. Er denne type aktier nu steget for hurtigt og er blevet for dyre? I det følgende vil vi forklare, hvorfor sektoren stadig fortjener en betydelig plads i en global portefølje samt begrunde, at der er stor forskel på teknologiaktier, herunder hvad der i vores optik karakteriserer førende teknologi- og internetselskaber.

Stor forskel på teknologiaktier

Teknologiselskaber er meget forskellige, og sektoren er ikke homogen. Det skyldes dels de netværksbaserede forretningsmodeller, der skaber en selvforstærkende og gunstig cyklus for den største aktør på markedet. Dette vinderfænomen, hvor de store bliver større, skaber typisk en oligopolistisk eller endda monopolistisk markedsstruktur, hvilket er karakteristisk for sektoren.

En anden væsentlig faktor er graden af differentieringen. Inden for særligt hardwaresektoren er det svært at differentiere sig, hvorfor kapacitet og en stærk balance som regel er nødvendig for at opnå en attraktiv og profitabel markedsposition. Her er marginerne ofte lave. Omvendt har softwareselskaberne typisk et mere differentieret produkt, der kan sælges med højere marginer. Endelig har vi de selskaber, der hører under vores tema ”Forbundne liv” – nemlig internet- og ”cloud”-selskaberne. Her har nogle selskaber haft succes med at transformere sig til platform-selskaber. De bedste eksempler er Google, Amazon, Facebook og Alibaba, der som platform-selskaber nyder godt af en skalerbar

forretningsmodel med et nærmest ubegrænset forretningspotentiale og lave marginalomkostninger.

Når vi leder efter selskaber, der er eksponeret mod teknologisektoren og ”Forbundne liv”, foretrækker vi platform-selskaberne, da de mere eller mindre kontrollerer deres egen skæbne med meget høje adgangsbarrierer og holdbare fordelagtige forretningsmodeller. Som udgangspunkt leverer disse selskaber et produkt eller en service, som gør vores dagligdag nemmere. Dette er grunden til, at de er så attraktive og derfor er mere robuste over for udsving i forretningscyklussen. Hvis vi vælger at investere i den mere kapitalintensive eller cykliske del af teknologisektoren, fokuserer vi på de dominerende selskaber, der har kapaciteten og den finansielle styrke til at opretholde en førende markedsposition.

Værdiansættelse går hånd i hånd med forretningsmodellens styrke

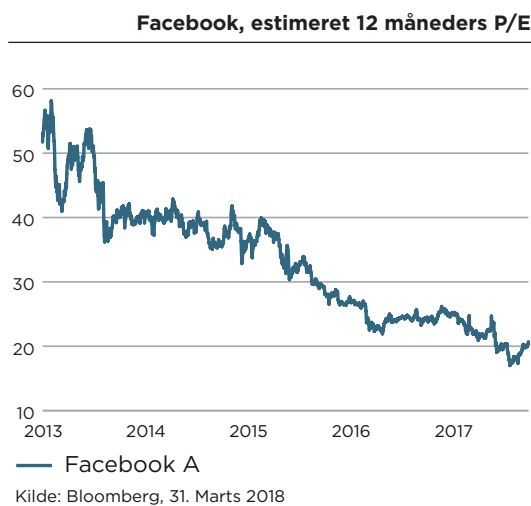
Når vi værdiansætter et teknologiselskab eller et ”Forbundne liv”-selskab, vurderer vi hvert enkelt selskabs forretningsevne, da selskaberne er vidt forskellige. Et selskab, der handles til en P/E på 20, kan være dyrt prisen fastsat, ligesom et selskab, der handles til en P/E på 100, kan være billigt. Platform-selskaberne handles ofte på et højere P/E-niveau, eftersom forretningsmodellens levetid eller den periode, hvor selskabet kan oprette en overnormal profit, kan være meget lang.

Mange investorer fokuserer på teknologiselskabers høje P/E-multipler og hævder, at sektoren er for dyr og måske er ramt af

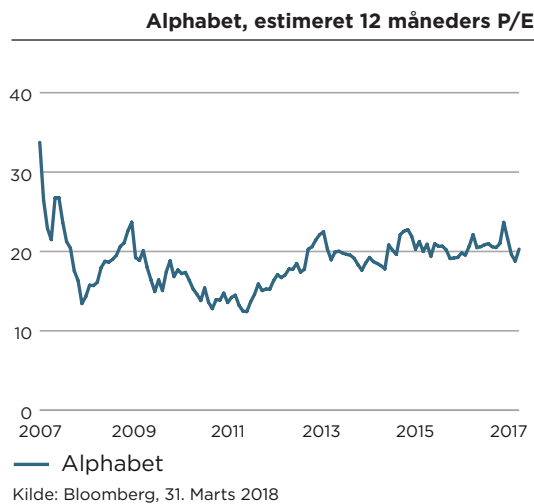
en spekulativ boble. Generelt deler vi ikke dette synspunkt. Vi vurderer, at mange selskaber støttes af en strukturel medvind i takt med, at vores forbrugsvaner flytter online. Dette lige fra køb af dagligvarer til forbrug af underholdning. Men igen – den endelige konklusion kan kun træffes ved analyse af de enkelte selskaber.

Lad os se på tre af de såkaldte FANG-aktier – Facebook, Amazon og Alphabet (Google). Nedenfor ses den nuværende og den historiske P/E på henholdsvis Facebook og Alphabet. Sidstnævnte blev for nogle år siden handlet på en indtjeningsmultipel omkring 40-50x. Da væksten har været stærkt stigende (ca. 40 pct. årligt), er P/E-niveauet faldet i takt med, at indtjeningen er steget mere end aktieprisen. Derudover er Facebook et platformsselskab, der nyder godt af netværkseffekten – jo flere brugere der er, jo mere attraktivt bliver platformen for andre. Derfor er Facebook ved at få et monopol på de sociale medier. Alphabet er gennem flere år blevet handlet til en P/E på ca. 20, hvilket er tæt på markedsniveauet til trods for selskabets høje historiske vækst på ca. 20 pct. Facebook og Alphabet er dem, der har draget størst fordel af det tektoniske skifte fra print- til onlineannoncering.

Figur 1



Figur 2



I den anden ende af skalaen ligger Amazon, der handles til en P/E på over 300. Under normale omstændigheder anses dette for at være ekstremt dyrt. Dog vurderer vi ikke, at Amazon er for højt prisfastsat, da indtjeningen er trykket af, at Amazon foretager massive investeringer for at kunne udnytte selskabets langsigtede forretningsmuligheder. Udover at være detailhandelsplads er Amazon også marketingplatform, fragt- og logistiknetværk, betalingsservice, långiver, auktionshus, forlag, tv- og filmproducent, modedesigner og hardwareproducent samt førende udbyder af ”cloud”-baserede løsninger og datakraft med en markedsandel på ca. 30 pct. I dag er Amazon sandsynligvis et af de selskaber med det største markedspotentiale. Dette er grunden til, at selskabet investerer kraftigt. Amazon skaber bl.a. adgangsbarrierer ved at investere i deres distributionsnetværk og ved at tilbyde det populære Amazon Prime-medlemskab, der giver kunderne favorable tilbud, når de handler på Amazon-platformen. Læs mere om Amazon i vores Perspektiv: [Amazon – en mastodonts dominans.](#)

Store selskaber bliver endnu større

For at vurdere om et selskab er dyrt eller billigt, må man foretage en selskabsspecifik vurdering af selskabets muligheder og trusler, og som nævnt er teknologiaktier meget forskellige. Vi har en præference for platformsselskaberne, da de har en skalerbar forretningsmodel, høje marginer og gode markedsvilkår. Når dette er sagt, har disse selskaber typisk også en beta over 1 – og ofte er det sådan, at jo mindre differentieret forretningsmodellen er, jo højere er beta. Det betyder, at hvis risikopræmien stiger, altså at investorerne bliver mindre risikovillige, vil disse aktier ofte falde mere end gennemsnittet.

Risikoen for øget regulering i kølvandet på Cambridge Analytica-skandalen er en relevant trussel. Der vil komme øget fokus på behandling af personlige data, eksempelvis med den nyligt vedtagne europæiske persondataforordning. Nye reguleringer kan begrænse selskabernes muligheder og deres langsigtede vækstpotentiale. Dog vil det sandsynligvis ramme små selskaber hårdest, da de store selskaber har infrastruktur og økonomi til at overvinde denne type udfordringer.

Vi lever i en verden i konstant forandring. Lige fra politisk regulering, der skaber nye dagsordener, til udviklingen af ny teknologi og nye forretningsmodeller. Hertil kommer udviklingen af en ny, stærkere og mere købedygtig middelklasse i Emerging Markets. I forandringen ligger både muligheder og risici, og som aktiv investor bestræber vi os på at finde de langsigtede vindere. Dette kræver både indsigt, erfaring og tålmodighed. Vi navigerer vores porteføljer ved at selektere, overvåge og forfine investeringsporteføljen baseret på analyser af globale temaer og tendenser. Vores udvalgte selskaber inden for sektoren og ”Forbundne liv” har medvind fra strukturel vækst, hvilket, vi tror, vil belønne den langsigtede investor. Du kan følge vores investeringer på cww.dk

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København

Tel: +45 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49

cww.dk

Indsigt Q2 2018

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (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 investeringsanalyzers 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 AM 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 AMs forudgående skriftlige samtykke.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.