

GLOBAL SECURITY FUND

Så skapar coronakrisen unika
investeringsmöjligheter i säkerhetssektorn



En fond från
FINSERVE NORDIC

SAMMANFATTNING

Coronaviruset har på kort tid lamslagit den globala ekonomin och orsakat dramatiska börsfall. Aktier har sålts över hela linjen, obeaktat skillnader i värderingsmultiplar. Det har gjort att aktier inom säkerhetssektorn handlats ned till historiskt låga nivåer, samtidigt som rabatten på dessa så kallade värdeaktier kontra tillväxtaktier är på fortsatt höga nivåer.

Riskinformation: Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. Fondens värde kan variera kraftigt på grund av fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder sig av. Faktablad och informationsbroschyr finns på www.globalsecurityfund.com. Observera att Finserve Nordic inte utarbetar investeringsrekommendationer. Information i denna rapport ska inte ses som annat än en redogörelse över fondens handelsaktiviteter och innehav.

-
- BNP utvecklingen kommer påverkas mycket negativt av den pågående krisen
 - Säkerhetsbolagen, med en 'business-to-government' modell, har handlats ned lika mycket eller mer under den pågående krisen samtidigt som framtida intäkter inte alls påverkas i samma utsträckning som bolag inom 'business-to-consumer' eller 'business-to-business'. Relativt sett har de därmed blivit billigare
 - Säkerhetssektorn är inte immun men motståndskraftig mot en brant nedgång i global BNP-tillväxt som sannolikt blir resultatet av den nuvarande coronakrisen
 - Investeringar i säkerhet kommer hållas på en hög nivå även framöver givet ökad global osäkerhet
 - Den amerikanska dollarn är en säker hamn i tider av oro. Då de flesta säkerhetsbolag handlas i USA gör en starkare dollar normalt att värdefall

Så slår coronakrisen mot ekonomin och aktiemarknaden

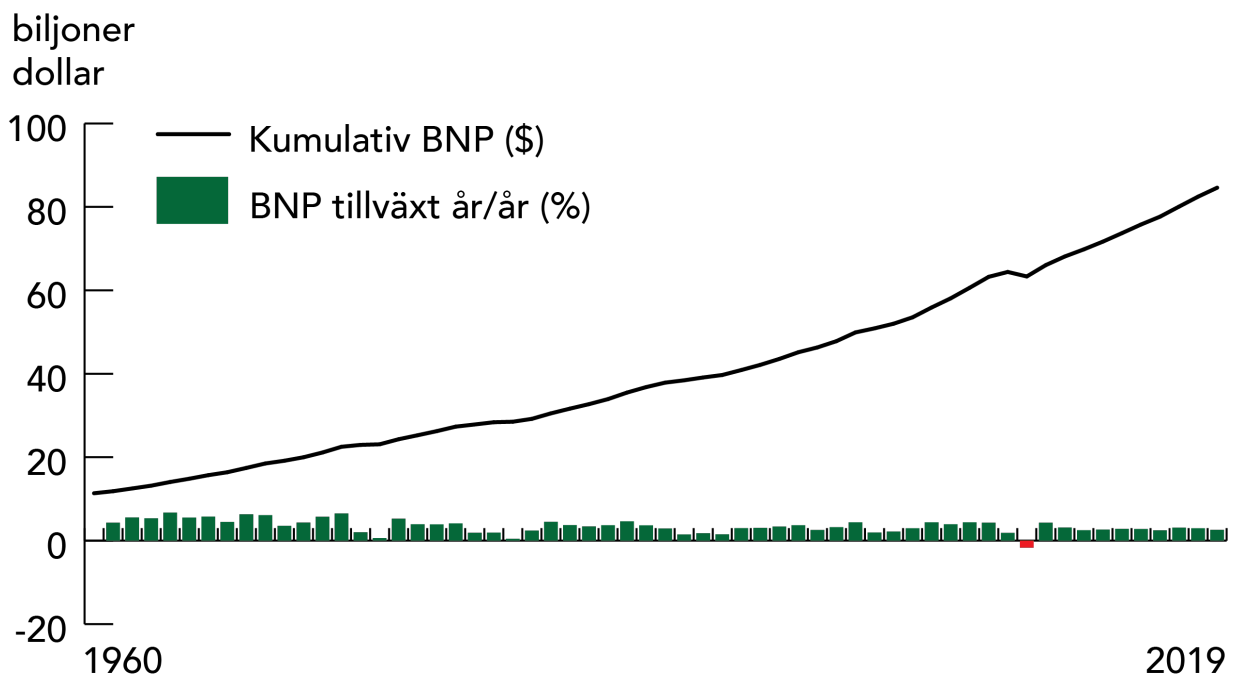
Hur än man vrider på det så talar det mesta för att vi måste räkna med att BNP-tillväxten kommer backa under 2020.

Graf 1 visar världens BNP-utveckling sedan 1960. Historisk har det bara funnits ett enda tillfälle där BNP tillväxten år för år varit negativ under de senaste sextio åren. Det var under finanskrisen.

Ett kvartal där BNP-utvecklingen backar är inte ovanligt. Två negativa kvartal i följd av BNP-tillväxt definieras som en lågkonjunktur – inte heller det är ovanligt. Men ett helt år där BNP-tillväxt backar, det ser man inte ofta.

JPMorgan's amerikanska chefsekonom, Michael Feroli, tror att vi kommer få se en BNP tillväxt under det andra kvartalet i USA på -14 procent, men tror sedan på en så kallad V-formad återhämtning. Goldman Sachs tror BNP tillväxten i USA backar med 24 procent i andra kvartal efter den backar 6 procent i första kvartal. Deloitte's prognos är att världens BNP utveckling backar med 2,3 procent för året.

Vad händer sen? Blir det en ny boom eller mindre pengar kvar?



Graf 1. Världens BNP-utveckling. Källa: World Bank

Tillväxt har presterat bättre än värde även under krisen

Global Security Fund avslutade sitt första handelsår den 21 februari 2020. Det vi observerade under det första året, och som vi även har sett under en längre period, är ett läge där investerarnas riskaptit varit hög sett ur ett historiskt perspektiv. Det har medfört att så kallade tillväxtbolag har presterat mycket bättre än det historiska genomsnittet. Under perioder med hög riskaptit tenderar så kallade värdebolag också prestera bättre än sitt historiska genomsnitt, men betydligt svagare än vad tillväxtbolag gör. Man kan säga att det för närvarande finns en investerings premie på bolag med hög tillväxt eller en motsvarande rabatt på värdebolag.

Den relativt starka avkastningen för tillväxtbolag har även spelat ut under coronakrisen. Investerare betar sig som om detta är en större nedgång i en fortsatt uppåtgående trend. Det är långt ifrån säkert.

Coronakrisen har lett till en chock som saknar ett historiskt sammanhang att agera efter. Inte ens under den så kallade stora depressionen på 1930 talet hade vi ett kvartal med en BNP-tillväxt på nivåer som JP Morgan eller Goldman Sachs förutspå idag. Att investerarna inte vet hur man ska agera är inte konstigt eftersom vi inte har några historiska jämförelsetal.

Tillväxtbolagens affärsmodeller mer osäkra

Som investerare menar vi att det kan vara klokt och lönsamt att tänka på vilken affärsmodell som bolag verkar efter och vilka kunder man har, i synnerhet under krisperioder.

Bolag med en business to consumer (B2C) modell, dvs där man säljer sina produkter till en stor privatmarknad, är exempelvis väldigt känslig. I denna kategori kan nämnas bolag som XXL, Norwegian och Hennes & Mauritz. Bland amerikanska bolag i denna kategori, och som presterat oerhört starkt sedan finanskrisen, finns Starbucks och Netflix.

Den andra modellen är 'business-to-business' (B2B). Här finns bolag som Fortnox, ett spännande svenskt bolag som säljer sina produkter till redovisningsbolag samt VISA och American Express som säljer sina nätverk mot företag.

Den tredje modellen är 'business-to-government' (B2G). Dessa bolag säljer sina varor och tjänster till statliga kunder. I stort sett samtliga bolag som finns i vår portfölj passar in i denna kategori, även om cybersäkerhetsbolag har en bred kundkrets som inkluderar såväl statliga kunder som bolagskunder.

Många tycker det är en tråkig och trög affär jämfört med den som bedrivs av bolag med hög tillväxt, men det som har funkat väl dom senaste 5 åren menar vi kommer ha det betydligt svårare framöver.

Därför är säkerhetssektorn attraktiv som investering

Innan vi kommer in på exempel på varför vi tror den globala säkerhetssektorn är en av de mest attraktiva man kan äga i dagsläget vill jag förklara varför vi tror detta.

Att äga en del av ett företag via en aktie är inget annat än en investering i en mycket långsiktig ström av förväntade framtida kassaflöden som kommer att levereras till investerarna över tid. Om en investerare betalar 10 kronor idag för en förväntad framtida betalning på 25 kronor om 10 år kan de förvänta sig en genomsnittlig årsavkastning på cirka 9.6 procent. Betalar man 15 kronor för samma förväntade avkastning minskar den genomsnittliga årsavkastningen till 5.2 procent. Desto mer man betalar idag för samma framtida avkastning desto lägre blir den förväntad avkastning. Man kan även vända på denna logiken - om en investerare betalar 10 kronor idag för en förväntad framtida betalning på 25 kronor som efter en händelse halveras till 12.5 kronor så har

den förväntade årsavkastningen reducerats till 2.3 procent.

Om priset man ska betala för denna omvärderade framtida avkastningen också halveras till 5 kronor så är man tillbaka på en årlig avkastning med 9.6 procent.

Som en värdeinvestor är man inte beredd att betala 5 kronor om det finns en osäkerhet att den förväntad framtida betalningen kan minska ytterligare.

Säkerhetssektorn preglas inte av denna samma osäkerheten eftersom det finns en mycket högre förutsägbarhet i de framtida inkomsterna.

Affärsmodell styr förutsägbarhet och stabilitet i kassaflöden

Business to consumer – stora svängningar i framtida intäkter

Om en investerare var beredd att betala 24x vinsten för Hennes och Mauritz (HM) vid årskiftet vad är man beredd att betala idag? Även om priset är 35% lägre än det var innan årskiftet så vet vi att vinstförväntningen kommer vara betydligt lägre än de drygt 8 kronor per aktie som HM levererade förra året. Om man tycker att priset vid årskiftet var 'fair' så kanske dagens pris med en 35 procent rabatt inte är så lågt eftersom intäktförväntningarna är betydligt lägre och det finns osäkerhet i när bolaget tar sig tillbaka till tidigare nivåer. Vi har ingen åsikt om HM utan använder detta som ett exempel på ett bolag vars intäktsförväntningar har förändrats dramatiskt. Bolag som definieras som B2C har sällan någon orderstock som kan hjälpa som buffert. Tappar man försäljning idag påverkar det intäkterna idag.

Hur ser det ut för Netflix? Ett tillväxtbolag som säljer direkt till kund och som har ökat sin försäljning med en genomsnitt 30 procent över de senaste 5 åren. Med en ökande och mer stabil vinst per aktie de senaste åren har PE talet varit hyfsat stabilt runt 85. En investerare är beredd att betala 85 gånger den årliga vinsten! Bolaget har än så länge varit opåverkad av krisen. Mindre pengar kvar i plånboken kanske även leder till en minskad efterfrågan - eller så kommer bolaget gynnas av en fortsatt stark tillväxt i sin försäljning. Vi vet inte hur en kund med mindre pengar kommer agera men det kommer sannolikt bli svårare att växa i samma takt.

Business to business – osäkerhet i framtida intäkter

Det svenska bolaget Fortnox är ett fantastiskt spännande tillväxtbolag som har ökat sin försäljning med över 40 procent de senaste 5 åren. Med ett PE tal nära 80 vid årsskiftet handlas bolaget nära samma prisnivå idag. Kommer detta bolag ha samma tillväxtpotentialer framöver. Det är fullt möjligt men hur påverkas krisen deras kunder och därmed efterfrågan av deras produkter? Hur ser det ut för VISA och American Express? Även om dessa bolag har stabilitet och är lönsamma så bygger modellen på en positiv utveckling i försäljningstakten. Om kunden har det svårt så kommer även detta påverka bolag som VISA och American Express. VISA handlades till ett PE-tal på knappt 35 vid årskiftet och handlas

idag till en rabatt om 15 procent. Vilken effekt får coronavirusen på VISAs intäkter? Det finns en risk att det kommer bli negativt då samhället kommer ha mindre pengar att handla med eller att man blir mer sparsam.

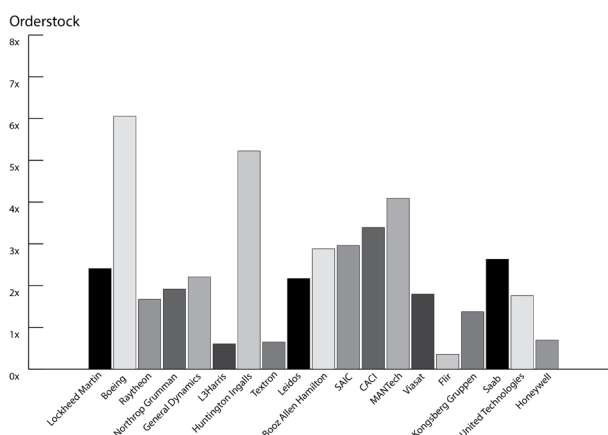
Precis som modellen B2C så tror vi bolag som säljer icke kritiska produkter till andra bolag, dvs, B2B kan ha en betydligt svårare klimat. Fördelen med B2B modellen över B2C modellen är en högre förutsägbarhet i sina inkomster.

Business to Government – stabila och förutsägbara intäkter

Hur påverkas innehaven i Global Security Fund? Fonden har i huvudsak bolag som definieras som 'business-to-government'?

Ta Lockheed Martin som ett exempel. Bolaget handlades till PE 15 vid årsskiftet 2019/20. Bolaget har haft en genomsnittlig försäljningstillväxt de senaste åren med ca 8.5 procent, vilket är högre än BNP-utvecklingen och har drivits av den globala trenden med ökande satsningar på säkerhet. Bolaget är idag prissatt 10 procent lägre än det var vid årsskiftet. Hur sannolikt är det att bolaget inte kommer sälja sina produkter detta året?

Lockheed Martin har en orderstock som är en multipel av årsförsäljningen. För Lockheed Martin handlar det om USD 140 miljarder USD, eller 2.5 gånger årsförsäljningen.



Graf 2. Framtida orderstock till säkerhetsbolag Källa: Bloomberg

Bolaget handlas till en rabatt motsvarande den vid årskiftet medan intäktsförväntningarna är oförändrade.

Vilka risker finns för Lockheed Martin och andra säkerhetsbolag? Produktionen kan stängas ned men eftersom man tillverkar sina produkter runtom i världen så kommer det med hög sannolikhet inte påverka alla fabriker samtidigt. En annan fördel sektorn har är att man oftast producerar i mer utspridda områden. En annan risk är att länder kommer dra ned på försvarbudgeten eftersom man behöver pengar till andra områden. Båda är giltiga risker men vi ser en stark upått trend i säkerhet som drivs av faktorer som kommer inte vara påverkade av coronapandemin.

Det finns alltid risker när man pratar om framtida investeringsmöjligheter men vi tror det finns unika investeringsmöjligheter för säkerhetssektorn eftersom den har betydligt mindre osäkerhet och det finns ingen kortsiktig negativ påverkan utan en stark investeringstrend som drivs av länder som USA, Frankrike och även Sverige.

Det handlar om förväntade inkomster motsvarande vad man vill betala för dessa inkomster. Lockheed Martin har samma förväntade inkomster idag som innan årskiftet medan aktiekursen handlas till en rabatt.

Just nu så finns den gamla mentaliteten kvar – en hög riskapitet där man köper tillväxtaktier med förväntningen på att vi kommer ta oss tillbaka snabbt. Det tror vi inte är fallet denna gång. Det kommer ta tid och bolag som definieras som B2C eller B2B kommer ha betydligt svårare att lyfta upp sina försäljningar till de nivåer som vi såg innan krisen.

Hur ser vi på framtida investeringar i säkerhet efter coronaviruset? Vi tror det kommer bli en ökad press på säkerhet. Det är uppenbart att stort sett alla länder har varit mer eller mindre oförberedda på denna kris. Säkerhet kommer framöver lyftas fram som en av de viktigaste satsningarna. Nu handlar det om att ha beredskap med vettiga lösningar och därför tror vi man kommer vilja öka takten och nivåerna på säkerhetsinvesteringstrenden vi såg innan krisen.

Cybersäkerhet - B2B och B2G

Alla bolag vi investerar i jobbar med cybersäkerhetslösningar. Många jobbar direkt med statliga kunder medan andra bolag jobbar med företagskunder. Cybersäkerhet är ett snabbväxande område som gynnas av säkerhetstrenden. Denna drivs primärt av statliga aktörer men även bolag som förstår den

alternativa kostnaden av en dålig hanterad säkerhetslösning. Vi ser under nuvarande kris att allt fler bolag måste anpassa sig till distansarbete vilket många inte varit beredda på. Med ny teknologi på väg med 5G så kommer vi förmodligen se att distansarbete kommer öka, vilket kommer gynna säkerhetsbolag även mer än innan krisen.

CrowdStrike är ett bolag som vi haft på vår radar under lång period men ej köpt. Bolaget introducerades på börsen förra året till 34 dollar. Med en tripelsiffrig tillväxt i försäljning tror vi bolaget kommer nå en försäljning på 1 miljard dollar innan 2023. Med en stor kassa och produkter som anses vara top rankade finns det fantastiska utsikter för bolaget. Under priset så handlades bolaget ned till 32 dollar, lägre än sitt IPO - det efter att bolaget handlat över 100 dollar i augusti. Fonden köpte upp sig till dessa låga nivåer och en vecka senare handlas bolaget till knappt 60 dollar. Bolagets kurs kommer att fluktuera, men med goda utsikter och en modell som gynnas av de stora säkerhetstrenderna så känner vi oss trygga med CrowdStrike som är idag en av våra största innehav.

Dollar agerar krockkudde

Vi har sett att vissa länders valuta fått oerhört negativ effekt av coronaviruset. Mot bakgrund av viruset och oljeraset har vi exempelvis sett den norska kronan försvagas med drygt 20 procent. Under en period var norska kronan hela 37,5 procent svagare mot amerikanska dollarn än vid årskiftet!

Amerikanska dollarn blev en så kallad safe haven under mars månad och har visat sig erbjuda en kudde till investerare som har sina innehav denominerade i USD. Det finns goda skäl till varför vi kan se en trend med dollarstyrka framöver, särskilt om det blir prispress på börsen.

Global Security Fund har under denna perioden ökat sin exponering till dollarn som idag uppgår till över 90 procent.

Slutsatser

- Säkerhetssektorn är inte immun men motståndskraftig mot en brant nedgång i global BNP-tillväxt som sannolikt blir resultatet av den nuvarande coronakrisen
- Investeringar i säkerhet kommer hållas på en hög nivå även framöver givet ökad global osäkerhet
- Säkerhetsbolagen, med en B2G modell, har handlats ned lika mycket eller mer under den pågående krisen samtidigt som framtida intäkter inte alls påverkas i samma utsträckning som bolag inom B2C eller B2B. Relativt sett har de därmed blivit billigare
- Den amerikanska dollarn är en säker hamn i tider av oro. Då de flesta säkerhetsbolag handlas i USA gör en starkare dollar normalt att värdefall i aktiekurser delvis kompenseras av en starkare dollar för utländska investerare
- Det har skapats en unik möjlighet att investera i en defensiv sektor med goda framtidsutsikter där intäktströmmar är relativt stabila och förutsägbara, samtidigt kommer cybersäkerhetsindustrin sannolikt växa fortsatt mycket snabbt givet stark efterfrågan från såväl statliga myndigheter som privata bolag