



HM om tre år - Månadsbrev november 2020

Stockholm den 4 november 2020

Lästid: 4 min 44 sek

Kära Investorerare,

Den sex månader långa börsuppgången bröts i slutet av oktober. En ny våg av coronafall tillsammans med rädsla för ett oklart utfall av det amerikanska presidentvalet, tryckte ner marknaden. Vi behåller vår positiva bild på börsen då både valet och Covid -19 är övergående. Calgus fond tappade 5 procent i oktober efter att ha varit upp nära fyra. Det innebär att vi nu är ner en procent för året. Stockholmsbörsen 30 index ligger på minus 3 procent och SIX Return Index, som har med utdelningar, är upp 1,5 procent.

HM - hur ser det ut om tre år?

HMs senaste rapport var mycket bra med en klart bättre vinst än väntat. Vi hade en fokusgruppträff med en ung målgrupp och det gav oss en känsla av att HM nu upplevs som mer relevant än för några år sedan, då det var Zara och Massimo Dutti för hela slanten. HM har också fått fart på e-handeln som lär närma sig 25 procent av försäljningen nästa år, eller 50-55 miljarder, att jämföra med Zalando som väntas sälja för 90 miljarder nästa år.

Hur ser lönsamheten ut för e - handeln? För Zalando så väntar sig marknaden en rörelsemarginal på 5 procent 2023. Då HM har minst 10 procent högre bruttomarginal då de gör egna kläder, bör man kunna hålla kvar skillnaden och ha 15 procent i rörelsemarginal. HM har dessutom fördelarna av att kunna använda sitt butiksnät för upphämtning och återlämning för delar av online-handeln samt av den reklam det innebär att finnas i det fysiska gaturummet. Jämför man med engelska Next som har haft 18 procent marginal på sin e-handel både 2018 och 2019, borde det vara möjligt att nå 15 procent för HM.

Butikerna blir färre – men var ligger steady state?

I rapporten flaggade HM för att stänga 250 butiker eller 5 procent av beståndet. Frågan är, var stabiliserar sig marknaden? Hur ser gaturummet ut om tre till fem år? Om vi antar att man stänger 1 000 butiker eller 22 procent av beståndet på 4 455 HM butiker till 2023, så är det en väldigt kraftig minskning, speciellt som det i huvudsak lär ske på de mogna marknaderna.

Vilken marginal kan världens näst största kläd- och modefirma ha i sina butiker? För tio år sedan låg marginalen på långt över 20 procent. Vi är positiva och tänker oss att de bästa butikerna blir kvar och får en viss draghjälp av online-upphämtningar och antar 15 procents marginal. I dag har hela HM 8 procent rörelsemarginal, så det kan vara väl optimistiskt.

Börsen har låga förväntningar på HM

Lägger vi ihop online försäljning på 85 miljarder med en butiksförsäljning på 129 miljarder får vi 214 miljarder försäljning år 2023, vilket är klart lägre än de 230 de sålde för förra året. Tar vi vår uppskattade marginal för hela HM på 15 procent, får vi en vinst på 15 kr per aktie. Slår vårt scenario in är aktien billig idag. Risken på nedsidan i vårt scenario kan vara att det inte kommer att gå att få upp marginalen i butikerna. Det som kan bli bättre än vi räknat med, är att man kanske inte behöver stänga så många butiker.

Dagens värdering på 145 kr indikerar att börsen räknar med 10 procent i marginal och en tillväxt nära noll på lång sikt, för försiktigt tycker vi.

Mycket starka rapporter från våra bolag utom från SAAB

Alla våra stora innehav kom med fina rapporter och man imponeras av hur väl resultaten har hållits uppe, trots omsättningstapp på 10 procent i en del bolag. Bergman & Beving fortsatte sin serie av förbättrade marginaler och det ser fortsatt mycket bra ut, även om försäljning av munskydd till sjukvården har hjälpt till under året, en effekt som klingar av när pandemin är över. Intrum slog till med en vinst per aktie på 7 kr för kvartalet, vilket fick aktien att stiga. Marknaden värderar fortsättningsvis bolaget för lågt, tycker vi. En ny VD tillsattes som skall klämma ut ytterligare bättre effektivitet och högre marginaler. Med en väntad vinst per aktie på 30 kr nästa år finns det klar uppsida från 230 kr.

Trelleborg, Medcover och Hexagon kom också in starkt. Enea hade en fortsatt bra marginal på 23 procent men försäljningen föll med 15 procent vilket fick aktien att backa. Vi tror fortfarande att Enea är ett bra och välskött bolag, som kommer att dra nytta av 5 G. Hexagon höjde både marginalen från 24,7 procent till 26,6 och höjde utdelningen. Mycket bra!

Tyvärr chockade SAAB med att anmäla problem relaterade till Covid den 19 oktober. Man undrar hur det står till med den interna kontrollen, borde man inte sett det tidigare? SAAB skrev ner 1,1 miljarder relaterat till Aeronautics, som är Gripen, samt 400 mkr i andra affärsområden.

Problem med varuförsörjning och verifiering av komponenter angavs som skäl. Man kallar det en korrigerig av projektkalkylen, vilket får oss att undra om man inte räknat fel från början, alternativt tagit för lite betalt. Kommer SAAB någonsin att nå sitt mål om 10 procents marginal? Aktien låg i 270 och har nu fallit till 210 kr och deras marginalmål innebär en vinst per aktie på 20 kr. När de 20 kr finns det i alla fall bra uppsida, men man blir fundersam.

VNV Gobal

VNV Global hade kapitalmarknadsdag på nätet. Väldigt informativt och kul att höra om dessa unga och spännande bolag. Alla ni som undrar över elskotrarna VOI, klicka [här](#) för en presentation. Även innehavet i Babylon har en genomgång, klicka [här](#) för den. Blir det så bra i Babylon som det sägs, har VNV en ny Avito-affär på gång.

Portföljen

Först gick det upp och sedan gick det ner vilket gjorde att det mesta var oförändrat utom Xano, som steg med 20 procent. Vi har ökat i Bergman & Beving, Intrum och SAAB samt minskat i Hexagon och sålt CIBUS och Stillfront.

Vi ligger 92 procent investerade och med 8 procent i kassa.

Vänliga hälsningar,
Gustaf von Sivers

Carl Urban

Aktie	Kurs	Andel	Motivering
Bergman & Beving	80	10,1%	På väg mot bättre marginaler under ung dynamisk ledning. Liten nedsida. RK 90
XANO B	127	9,9%	Småländsk verkstad på marginalresa. Levererar år efter år. RK 135
Intrum	218	9,9%	Ledande i Europa på att hantera förfallna krediter. RK 250
ENEA	159	7,7%	Håller farten uppe på internet när alla kollar samtidigt. 5G kick. RK 209-240
Embracer	180	7,0%	Förvärvsmaskin inom dataspel. Skicklig VD. RK 180
TREL B	148	6,2%	Börsens bästa VD. För låg värdering. RK 185
SAAB	205	6,2%	Tjänade 15 kr förra året och siktar på marginalförbättring. Hög tekniknivå. RK 275 kr
MCOV B	123	5,9%	Sjukvård och laboratorier i forna Östeuropa. God tillväxt - bra ägare. RK 167
HM	145	5,2%	Kan de bli lika bra på ehandel som de var på fysisk handel? Kan vara så. RK 173
VNV Global	77	5,1%	Spännande investmentbolag. Bara innehavet i Babylon kan dubbla kursen. RK 100
NMAN	120	4,4%	Förvärvsskicklig luftrenare. Ligger i tiden. RK 138
Hexagon	650	3,9%	Finverkstad med 25 % i marginal. Ev. förvärv kan lyfta kursen. Verkar oälskat. RK 712
Bonesupport	58	3,5%	Ersätter skelett med eget material. Finns i Europa - nu mot USA. RK 72
ABB	216	3,3%	Under omgörning. Ny VD och återköp i höst. RK 240
Swedish Match	671	2,0%	Tobaksfritt snus och vanligt snus. Växer och återköper aktier. RK 750
Absolent	355	1,1%	Har allt rätt ägare, ledning, marginaler och tillväxt. Vem vill inte ha ren luft? RK 450
Telia	34	0,5%	
Övrigt		0,3%	
Aktier långa		92%	
Bruttoexponering		92%	
Nettoexponering		92%	
Likviditet		8%	
Standardavv. 12 mån		22,7%	
Sharpkvot sedan start		0,79	
Avkastn. Senaste 10 år		10,7%	per år